

Министерство образования и науки Российской Федерации

ТОМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ СИСТЕМ
УПРАВЛЕНИЯ И РАДИОЭЛЕКТРОНИКИ (ТУСУР)

Н.Б. Васильковская

ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Курс лекций

Томск

2015

УДК 330.322

ББК 65.263-21/24

Рецензенты:

Нужина И.П., д-р экон. наук, профессор, заведующий кафедрой экономики строительства ТГАСУ

Полякова О.П., канд. экон.наук, доцент кафедры экономики ТУСУР

Васильковская Н.Б.

Проектное финансирование: курс лекций/Н.Б. Васильковская – Томск, 2015.- 50 с.

Курс лекций рассматривает основы проектного финансирования как специфической формы финансирования инвестиционных проектов. Курс разработан на кафедре экономики ТУСУР, предназначен для студентов направления подготовки бакалавра 080200. 62 Менеджмент.

Оглавление	
Введение	4
1 Сущность и специфика проектного финансирования	6
1.1 Понятие проектного финансирования	6
1.2 Сравнение проектного и корпоративного финансирования	12
2 Участники и инструменты проектного финансирования	16
2.1 Участники проектного финансирования и их функции	16
2.2 Ключевые инструменты проектного финансирования	20
3 Риски в проектном финансировании	24
3.1 Классификация рисков проектного финансирования	24
3.2 Идентификация и управление рисками	32
4 Контрактные рамки проектного финансирования	34
5 ГЧП как форма проектного финансирования	36
6 Изучение особенностей проектного финансирования на примере проекта «Голубой поток»	39
Приложение А	58

ВВЕДЕНИЕ

Целью предлагаемого текста лекций является помощь в освоении курса «Проектное финансирование».

Это новый курс в учебных планах менеджеров, отражающий быстро развивающееся направление финансовой деятельности. Развитие проектного финансирования в России было связано с преодолением последствий кризиса конца 90-х годов и обусловлено такими факторами, как дефицит банковских ресурсов для финансирования инвестиционных проектов, недостаток у инициаторов проектов собственных средств и ликвидного обеспечения, необходимость финансирования важных проектов, отказ от которых мог замедлить рост экономики страны. Наиболее известными примерами проектного финансирования являются олимпийское строительство в г.Сочи, международные проекты ОАО «Газпром», такие, как «Голубой поток», «Южный поток», «Северный поток». Это мега-проекты, с разнообразными целями, объединившие сотни участников, имеющие сложные структуры финансирования. Проектное финансирование становится потенциально все более востребованным. В связи с его стремительным развитием практика опережает теоретические исследования в РФ в этой области. Самостоятельных исследований, посвященных проблемам проектного финансирования в настоящее время немного, а большинство работ проектное финансирование рассматривают в связи с рассмотрением более широких вопросов инвестиционной деятельности. В последние десять лет появились работы отечественных авторов, таких как И.И. Родионов, П.Ю. Старюк, В.Ю. Катасонов, В. Москвин и другие), но круг учебных материалов по данному направлению очень узок. Наиболее популярным учебным материалом можно назвать книгу Никоновой И.А (1). В мировой практике бизнеса проектное финансирование рассматривается как инструмент, позволяющий разделить основной бизнес и конкретный инвестиционный проект, и связать долговые обязательства с реализуемым проектом. Эта форма финансирования не

требует внешних гарантий, базируется на эффективности собственно проекта, оценке величины и качества его активов и детальном распределении рисков и ответственности между его участниками, обеспечивающей, в конечном счете, возврат вложенных средств и процентов по кредиту.

Наиболее известными авторами в данном направлении являются E.R. Yescombe, P.K. Nevitt, Benjamin Esty, Henry A. Davis, Fousul Khan, Robert Parra, Stefano Gatti.

Основные проблемы курса представлены по самым публикуемым книгам известных авторов. Кроме того, для понимания особенностей проектного финансирования важным является изучение мирового и отечественного опыта, поэтому в лекциях выделена отдельная глава для рассмотрения одного из самых ярких примеров проектного финансирования в РФ.

Программа курса предусматривает вводную часть - изучение базовых понятий и концепций финансовых отношений и основную - собственно проектное финансирование. Для изучения вводной части (темы «Финансы в системе денежных отношений», «Финансовая политика государства», «Бюджетная система РФ», «Финансы организации» рекомендуется использовать учебное пособие (2).

1 СУЩНОСТЬ И СПЕЦИФИКА ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

1.1 Понятие проектного финансирования

Проектное финансирование рассматривается как важный метод финансирования крупномасштабных высоко рисковых национальных и международных бизнес-проектов, поэтому имеет смысл рассмотреть некоторые точки зрения на это понятие.

Nevitt Peter K., автор классического труда «Project Financing», рассматривает проектное финансирование как финансирование отдельной хозяйственной единицы, при котором кредитор готов на начальном этапе рассматривать финансовые потоки и доходы этой хозяйственной единицы как источник формирования фондов, из которых будет производиться погашение займа, и активы этой хозяйственной единицы как дополнительное обеспечение по займу. (3)

Vinter Graham D. трактует проектное финансирование как финансирование разработки или использования права, природного ресурса или иного актива, при котором основная часть финансирования не будет предоставлена за счет какой-либо формы акционерного капитала и будет возвращена главным образом из доходов, произведенных рассматриваемым проектом. (4)

Ф. Бенуа в официальном издании Всемирного банка (5) говорит об отсутствии однозначного правового определения термина «проектное финансирование» и предлагает использовать два его определения. Одно вышеприведенное определение - П.К. Невитта. Второе определение - данное юридической фирмой Clifford Chance, в соответствии с которым термин «проектное финансирование» используется для характеристики широкого спектра финансовых структур. Однако эти структуры имеют одну общую характерную черту: финансирование не зависит в первую очередь от кредитной поддержки спонсоров проекта или стоимости вовлеченных

физических активов. При проектном финансировании те, кто предоставляет основной долг, полагаются в значительной степени на результаты хозяйственной деятельности самого проекта.

Все авторы соглашаются, что **проектное финансирование – это финансирование, которое в основном не зависит от кредитоспособности и устойчивости спонсоров и даже от стоимости их активов. Вместо этого проектное финансирование основано на способности проекта гасить долги по кредитам и выплачивать вознаграждение инвесторам с учетом факторов риска, присущего венчурным проектам.**

Оно обычно определяется как ограниченное или не ресурсное финансирование новых проектов на основе создания проектной компании. На ранних стадиях развития проектного финансирования к его особенностям относили то, что кредиторы разделяют бизнес-риски с инвесторами, а фонды выделяют на сам проект. Как отмечает E.R. Yescombe в книге «Principles of project finance» (6), рост масштабов проектного финансирования в мировой практике связан, главным образом, с процессами дерегулирования экономики и приватизацией публичного сектора инвестирования капитала. Эти процессы наблюдаются как в развитых, так и развивающихся экономиках. Также наблюдается интернационализация инвестиций – проектные девелоперы сейчас имеют международные портфолио и способны применить знания и опыт, полученные в одной стране, к проектам в других странах, так как имеют свои банки и финансовых советников.

Привлечение частных инвесторов для финансирования общественной инфраструктуры не является новой концепцией: в Великобритании в XVIII веке и начале XIX века дорожная система была обновлена с использованием фондов частного сектора. Железная дорога, вода, газ, электричество и телефонные индустрии были развиты во всем мире в XIX веке, главным образом, с привлечением инвестиций частного сектора. В первой половине XX века эти процессы замедлились во многих странах и только в последние 20 лет возобновились. Проектное финансирование как метод долгосрочного

финансирования для капитал-интенсивных отраслей с относительно предсказуемыми денежными потоками стало играть важную роль в обеспечении фондами.

Проводя исторический обзор развития проектного финансирования по странам, E.R. Yescombe называет следующие успешные направления проектного финансирования (6):

1. Финансирование проектов по разработке природных ресурсов (уголь, нефть, газ) впервые было применено в тexasских нефтяных полях в 1930-х годах, затем в 1970-х годах при освоении нефтяных полей северного моря и затем в газовых проектах в Австралии и других странах.
2. Финансирование независимых силовых проектов (IPPs) в электроэнергетике по созданию генерирующих мощностей получило развитие после 1978 г. в США, в электроэнергетике Великобритании - в начале 1990-х, и затем в процессах приватизации и дерегулирования по всему миру.
3. Финансирование создания общественной инфраструктуры (дороги, транспорт, общественные здания) получило мощное развитие в Великобритании в начале 1990-х годов в рамках частной финансовой инициативы (PFI). Такие проекты известны как общественно-частное партнерство, отечественном варианте – как государственно-частное партнерство.
4. Финансирование развития мобильной телефонной сети по всему миру относится к концу 1990-х годов.

В 2001 г. более 190 миллиардов долларов новых инвестиций по всему миру были профинансированы кредиторами частного сектора с использованием проектного финансирования.

Структуры проектного финансирования различаются в различных секторах экономики, поэтому нет стандартов проектного финансирования, так

как каждый случай имеет свои уникальные характеристики. Но все авторы выделяют общие принципы, которые характеризуют этот подход:

- создаётся проектная компания (SPV- special-purpose vehicle);
- применяется чаще для новых проектов, чем для действующего бизнеса;
- высокое соотношение долг/капитал (уровень финансового рычага), долг может покрывать 70-90% затрат проекта;
- для коммерческих проектов инвесторы не предоставляют гарантий или только ограниченные гарантии для кредиторов проекта;
- вознаграждение инвестора и проценты по кредиту обеспечиваются денежными потоками, генерируемыми проектом;
- безопасность кредиторов обеспечивается через контракты, лицензии, наличие права собственности на природные ресурсы;
- жизненный срок проекта ограничен такими факторами, как срок действия контракта, лицензии, прав собственности, и долг должен быть погашен полностью к этому моменту.

Создаётся проектная компания. Юридическое лицо проекта (Project Company, SPV – Special Purpose Vehicle, Проектная компания) существует ограниченный период, исключительно для выполнения основных целей проекта. По окончании действия определенного периода времени происходит трансферт активов проектной компании в другое юридическое лицо (частное или государственное). Например, в проектах типа BOT (Build-Operate-Transfer) – Проектная компания строит объект, затем производит профессиональное управление объектом, затем передает его другой компании и перестает существовать. При схеме BOOT (Build-Own-Operate-Transfer) проектная компания осуществляет дополнительно функции владения объектом до момента трансферта активов. При концессии частный инвестор финансирует строительство объекта, затем владеет и управляет им, получая доход на вложенный капитал, и, в конце определенного срока, объект

передается в собственность государства (при этом частный инвестор может сохранить функции управления, operations).

Инвесторы не предоставляют гарантий или только ограниченные гарантии для кредиторов коммерческого проекта. В международной практике эта схема носит название «Отсутствие или ограниченный регресс по обязательствам» (non-recourse / limited recourse). Основными характеристиками схемы являются то, что заемщиком является вновь образованное юридическое лицо без кредитной истории и залоговой базы, а спонсоры/ акционеры не несут (отсутствие регресса) / несут ограниченную ответственность (ограниченный регресс) своим имуществом и активами, не связанными с проектом.

При финансировании с ограниченным правом регрессии на каждого участника проекта возлагается зависящий от него риск. Смысл риска и его покрытия для отдельных участников проекта и на различных стадиях проекта отличается. Так, например, на инвестиционной стадии реализации проекта банк-кредитор проекта не принимает на себя ответственность за качественное и своевременное завершение строительно-монтажных работ, эти риски возлагаются непосредственно на заемщика, в то время как на стадии эксплуатации объекта банк обычно берет на себя часть коммерческих, страховых и других рисков. Проектное финансирование с ограниченным регрессом на заемщика является наиболее распространенной формой проектного финансирования.

Финансирование без права регресса на заемщика — такая форма финансирования, при которой кредитор (чаще всего банк) не имеет никаких гарантий от заемщика и принимает на себя все риски, связанные с реализацией проекта. Стоимость такого финансирования достаточно высока для заемщика, поскольку кредитор стремится получить соответствующую компенсацию за высокую степень риска. Следовательно, финансируются только проекты, имеющие высокую отдачу вложенного капитала за счет реализации конкурентоспособной продукции, а значит, использующие прогрессивные

технологии, имеющие хорошо развитые рынки сбыта, а также надежные договорные отношения с поставщиками материально-технических ресурсов. В настоящее время эта схема финансирования в РФ используется редко. Это связано с дефицитом потенциально высокоприбыльных проектов, а также отсутствием у кредиторов желания рисковать.

Для малоприбыльных или некоммерческих проектов, направленных на развитие социально-культурной сферы, а также для выдачи экспортного кредита используется финансирование с полным регрессом на заемщика — это финансирование при наличии определенных гарантий, т.е. определенной формы ограничений ответственности кредиторов проекта. Риски проекта в основном возложены на заемщика, зато при этом «цена» займа относительно невысока и позволяет быстро получить финансовые средства для реализации проекта.

В условиях отсутствия гарантий или их ограниченности, единственным источником обеспечения возвратности заемных средств и акционерного капитала являются денежные потоки проекта. Активы проекта обычно низко ликвидны, ввиду своей специфичности, и их ликвидационная стоимость не сопоставима с объемом инвестиций в проект. Для кредиторов при ПФ первостепенное значение приобретают технико-экономическое обоснование проекта и прогноз величины денежных потоков; сроки оттока и притока денежных средств по проекту; наличие различных форм реальных финансовых гарантий против основных ожидаемых денежных потоков (капиталовложения, CAPEX, выручка и др.), более чем характеристики стандартной для заемного финансирования залоговой формы обеспечения (объект залога, залоговая стоимость, ликвидность залога и поправочный коэффициент к залоговой стоимости).

Безопасность кредиторов обеспечивается через контракты, лицензии, наличие права собственности на природные ресурсы. В контрактах жестко прописаны правила и приоритеты использования генерируемых проектом денежных потоков между (а) покрытием операционных расходов; (б)

обслуживанием и возвратом долгового капитала; (в) выплатой доходности на собственный капитал; (г) реинвестированием в проект нераспределенной прибыли. Таким образом, компетенция менеджмента в части распределения свободных денежных средств, генерируемых проектом, строго ограничена. Такая форма дивидендной политики позволяет обеспечить более высокие гарантии прав кредиторов и инвесторов в условиях отсутствия иной формы обеспечения кроме денежных потоков проекта – т.е. кредиторы и инвесторы хотят сразу получать возврат на инвестиции, как только проект начинает генерировать денежные средства, при условии нормального функционирования бизнеса проекта. Через контрактные обязательства и финансовые гарантии происходит распределение рисков. Например, контракты строительства под ключ (turnkey construction), т.е. строительства объекта, готового к эксплуатации, предусматривают серьезные штрафы нарушение сроков, качества и стоимости строительства – таким образом, данный риск переносится на Генерального подрядчика, (не на Проектную компанию, кредиторов, либо иных субъектов), который отвечает за строительство объекта, и в наибольшей степени способен контролировать и отвечать за процессы, связанные со строительством.

1.2 Сравнение проектного и корпоративного финансирования

Специфика проектного проявляется в принципиальных отличиях проектного финансирования от других финансовых схем. Так, в отличие от синдицированного кредитования, оно чаще всего имеет адресный характер, ярко выраженную целевую направленность. В отличие от венчурного финансирования, для проектного финансирования не характерны высокие риски, которые зачастую имеют место быть в сфере разработки и внедрения новых технологий и новых продуктов, однако данная схема финансирования инвестиционных проектов сталкивается с такими трудностями, как задержка ввода объекта инвестиций в эксплуатацию, повышение цен на сырье и материалы и другими.

Проектное финансирование отличается от корпоративного, при котором кредиторы обращают внимание на баланс, прибыли, денежные потоки прогнозные на основе исторических данных.

Для корпоративного финансирования характерно, что новый проект может быть профинансирован из денежных потоков, генерируемых деятельностью действующего бизнеса / компании. В свою очередь за счет денежных потоков нового проекта могут быть профинансированы другие новые проекты.

При проектном финансировании денежные потоки и активы проекта обособлены в проектной компании; права кредиторов и инвесторов, равно как и возврат вложенных средств, обеспечены только денежными потоками и активами проекта. Решение о реинвестировании принимается спонсорами / инвесторами самостоятельно и обособленно от проекта, после того как им уже возвращены вложенные средства и доходность из денежных потоков проекта.

Родионов И.И., Старюк П.Ю. (7) в своем Интернет-курсе «Проектное финансирование в России» выделяют следующие отличия проектного и корпоративного финансирования (табл.1)

Таблица 1 - Сравнение проектного и корпоративного финансирования

Фактор	Корпоративное финансирование	Проектное финансирование
Юридическое лицо	Многоцелевое назначение	Моно-целевое /Проектное назначение
Вид формирования капитала	Постоянный – с неограниченным горизонтом формирования собственного капитала	Ограниченный срок, соответствующий сроку действия проекта
Дивидендная политика и решения о реинвестировании прибыли	Менеджмент принимает решения автономно от инвесторов и кредиторов в рамках процедур корп. управления	Дивидендная политика жестко фиксирована
Инвестиционные решения (использование привлеченных средств)	В достаточной степени скрыты от кредиторов	Полностью прозрачны для кредиторов

Структура финансирования	Стандартные, часто используемые	Уникальная (структурируется под конкретный проект)
Транзакционные издержки	Относительно низкие: стандартные процедуры и инструменты, конкурентный рынок, короткие сроки структурирования и предоставления финансирования	Высокие: сложность и большие сроки организации и действия финансирования;
Размер финансирования	Гибкий (практически любые суммы)	Эффективен только при больших объемах финансирования

Проектное финансирование связано с высокими транзакционными издержками: исследования, подготовка детальных ТЭО, техническая экспертиза, расходы на юридическое сопровождение и подготовку контрактов между сторонами и прочее. Кроме того, стоимость проектного финансирования обычно выше, чем стоимость классического корпоративного финансирования за счет: специфичности капитала, сложности и уникальности финансовой структуры; более низкой ликвидности капитала; дополнительных премий за страновые и политические риски; дополнительных расходов, связанных со структурированием финансирования (финансовые гарантии, страхование и т.п.).

Большинство авторов сходятся во мнении, что к преимуществам проектного финансирования можно отнести:

- возможность привлечения существенных объемов долгосрочного собственного и заемного капитала.
- эффективные механизмы распределения рисков позволяют инвесторам и кредиторам принять на себя больший уровень риска при финансировании проектов через проектное финансирование, чем если бы они финансировали проект отдельно, через обычные инструменты корпоративного финансирования.
- структурирование проектного финансирования, жесткие контрактные обязательства, правила управления и принятия

инвестиционных решений, механизмы финансовой дисциплины снижают общий экономический риск проектов.

- участие крупных международных институтов снижает политический и страновой риски проектов.

Конечный срок действия проектной компании и жесткая дивидендная политика формируют систему корпоративного управления, в большей степени ориентированную на защиту прав инвесторов, чем интересы менеджмента (прежде всего относительно управления денежными потоками и реинвестирования прибыли).

Иными словами, в рамках проектного финансирования процесс управления денежными потоками и принятия инвестиционных решений более институционализирован, нежели при обычном корпоративном финансировании.

Основные недостатки проектного финансирования связывают с такими факторами, как:

- сложность и длительный срок структурирования финансирования;
- высокие транзакционные издержки и стоимость капитала;
- высокие требования к величине и точности прогнозов денежных потоков, а также показателям устойчивости и инвестиционной привлекательности проекта;
- более сложная и дорогая система корпоративного управления, направленная на мониторинг менеджмента и соблюдение действия контрактных обязательств (б).

2 УЧАСТНИКИ И ИНСТРУМЕНТЫ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

2.1 Участники проектного финансирования и их функции

Stefano Gatti в своей книге «Project finance: theory and practice» (8) в качестве основных заинтересованных лиц проекта выделял несколько групп.

Правительство, которое выполняет функции регулирования и согласовательные процедуры в ходе строительной фазы проекта; контроль и управление государственными компаниями, принимающими участие в реализации проекта; регулирования управления газопроводом, в процессе эксплуатации и управления.

Спонсоры и акционеры, которые выполняют функции предоставления собственного капитала и владение акциями/долями участия. Спонсором может выступать одна компания или консорциум. В консорциум спонсоров могут входить: международные и локальные компании, генеральный подрядчик, оператор проекта, ключевые поставщики и др. Обычно спонсоры создают финансовые компании специального назначения (Project Investment Vehicle / SPV) для финансирования проектов. Иногда спонсоры финансируют проекты напрямую без создания обособленной финансовой компании, принимая таким образом ограниченный риск на основной баланс.

Проектная компания обычно выполняет следующие функции:

- создается специально для реализации проекта;
- является центральным звеном управления проектом через пул контрактов с кредиторами, генеральным подрядчиком, оператором, поставщиками, потребителями и др.;
- является финансовым центром проекта, что включает в себя финансовые операции (привлечение заемного и собственного капитала), инвестиционную деятельность и операционную деятельность. Обычно заемное финансирование привлекается напрямую на проектную компанию против ожидаемых денежных

потоков и, таким образом, реализуется ограниченный регресс на активы спонсоров, не связанные с проектом.

Для сложных международных проектов может создаваться несколько компаний. Например, ОАО Газпром в проекте «Голубой поток» был одним из двух учредителей проектной компании Blue Stream Pipeline Co" (зарегистрирована в Нидерландах), а в проекте «Южный поток», были созданы 8 проектных компаний, по числу стран-участниц, и в каждой из которых 50-51% доля принадлежала ОАО Газпром (Приложение Б).

Тем не менее, в отдельных случаях, спонсоры могут самостоятельно привлекать заемное финансирование против своих собственных балансовых показателей или прав на проект.

Генеральный подрядчик обязан построить объект в соответствии с технической спецификацией и на условиях контракта, заключенного с проектной компанией. Генеральный подрядчик для реализации задачи обычно привлекает субподрядчиков и поставщиков, которые обеспечивают строительные материалы и отдельные строительные работы. Генеральный подрядчик часто является одним из спонсоров проекта. Основные его функции - построить объект надлежащего качества, в установленные сроки, в соответствии с установленным бюджетом.

Оператор отвечает за эксплуатацию и эффективность использования построенным объектом. Проектная компания заключает с оператором отдельный контракт на профессиональное управление объектом.

Поставщики обеспечивают поставки сырья и материалов, необходимых для строительства объекта и его дальнейшей эксплуатации (производственной деятельности). К данной категории участников также отдельно относят государство, которое может выступать поставщиком прав на недропользование (шахты, прииски, месторождения и др.) в рамках концессионного соглашения или предоставлять сервитут (особое право пользования земельным участком) в случае строительства транспортной инфраструктуры (дороги, газопроводы и др.)

Покупатели потребляют производимую проектом продукцию (электроэнергия, нефть и т.п.) или услуги (например, транспортировка ресурсов). Контракты с покупателями обеспечивают размеры и стабильность операционного денежного потока (выручка).

Кроме основных участников проектного финансирования, Stefano Gatti рассматривает дополнительных участников, к которым он относит рынки капитала, фонды прямых инвестиций, международные финансовые институты, экспортно-импортные агентства.

Рынки капитала используют широкий инструментарий, который включает в себя частное размещение, облигации, структурированное финансирование и др. Часто инструментарий рынков капитала оказывается более гибким и эффективным с точки зрения сроков организации финансирования стоимости и сроков самого финансирования и иным параметрам, чем банковское финансирование. Отрицательными сторонами финансирования через рынки капитала являются более высокие требования к раскрытию информации; и инвесторы на рынках капитала негативно относятся к рискам на фазе строительства. Объем привлекаемого финансирования зависит от текущих и прогнозных показателей инвестиционной компании спонсоров, обычно не более однократной выручке или четырех-пятикратной прибыли до уплаты процентов и налогов и с добавлением амортизации. Выпуск конвертируемых бумаг позволяет привлечь в текущем периоде более дешевый долг (например, под 5-6%), однако нужно делиться с инвесторами доходностью от прироста стоимости акций при конвертации. Активы ПК могут использоваться как дополнительное обеспечение (через пул поручительств третьих лиц по займу, или залог активов), что позволит снизить и диверсифицировать риск инвесторов и стоимость капитала.

Фонды прямых инвестиций могут быть специализированы, например, в инфраструктурные проекты, как AIG Asian Infrastructure Fund, Global Power Investments. Данная категория фондов привлекает средства ограниченного

числа институциональных инвесторов. Управляющая команда фонда анализирует большое количество инфраструктурных проектов и отбирает наиболее подходящие для инвестирования. Фонды прямых инвестиций в инфраструктурных проектах обычно владеют миноритарными пакетами в проектах.

Международные финансовые институты: Мировой Банк, Международная Финансовая корпорация, банки развития (например, Европейский банк реконструкции и развития,) и др. специально созданы для участия в финансировании инфраструктурных проектов в развивающихся странах. Данная категория финансовых институтов обычно выполняет роль кредиторов или со-инвесторов в инфраструктурных проектах и проектах, стимулирующих развитие отдельных отраслей промышленности в (нефтегазовая промышленность, строительство, лесная промышленность и др.) в развивающихся странах. Они приносят международный опыт организации и финансирования проектов и вовлекают в участие в проектах профессиональных международных игроков (ген. подрядчиков, операторы и инжиниринговые компании и др.). Их участие в финансировании проектов снижает институциональные и политические риски.

Экспортно-импортные агентства, экспортно-импортные банки и страховые агентства стимулируют развитие международной торговли и экспорт продукции национального производства через фондирование Банков-агентов по достаточно низким ставкам и страхование страновых и политических рисков. Последние в свою очередь реализуют схемы внешнеторгового финансирования поставок оборудования и строительства с участием международных генеральных подрядчиков.

Дополнительно в круг консультантов могут входить финансовые советники, доверительные управляющие, инжиниринговые и проектировочные компании, архитектурные бюро, маркетинговые агентства и прочие.

Концепция финансово-экономического взаимодействия участников проекта показана на примере проекта «Голубой поток» (рис.1). Кроме того, на каждом этапе проекта все участники связаны договорными отношениями (Приложение В).

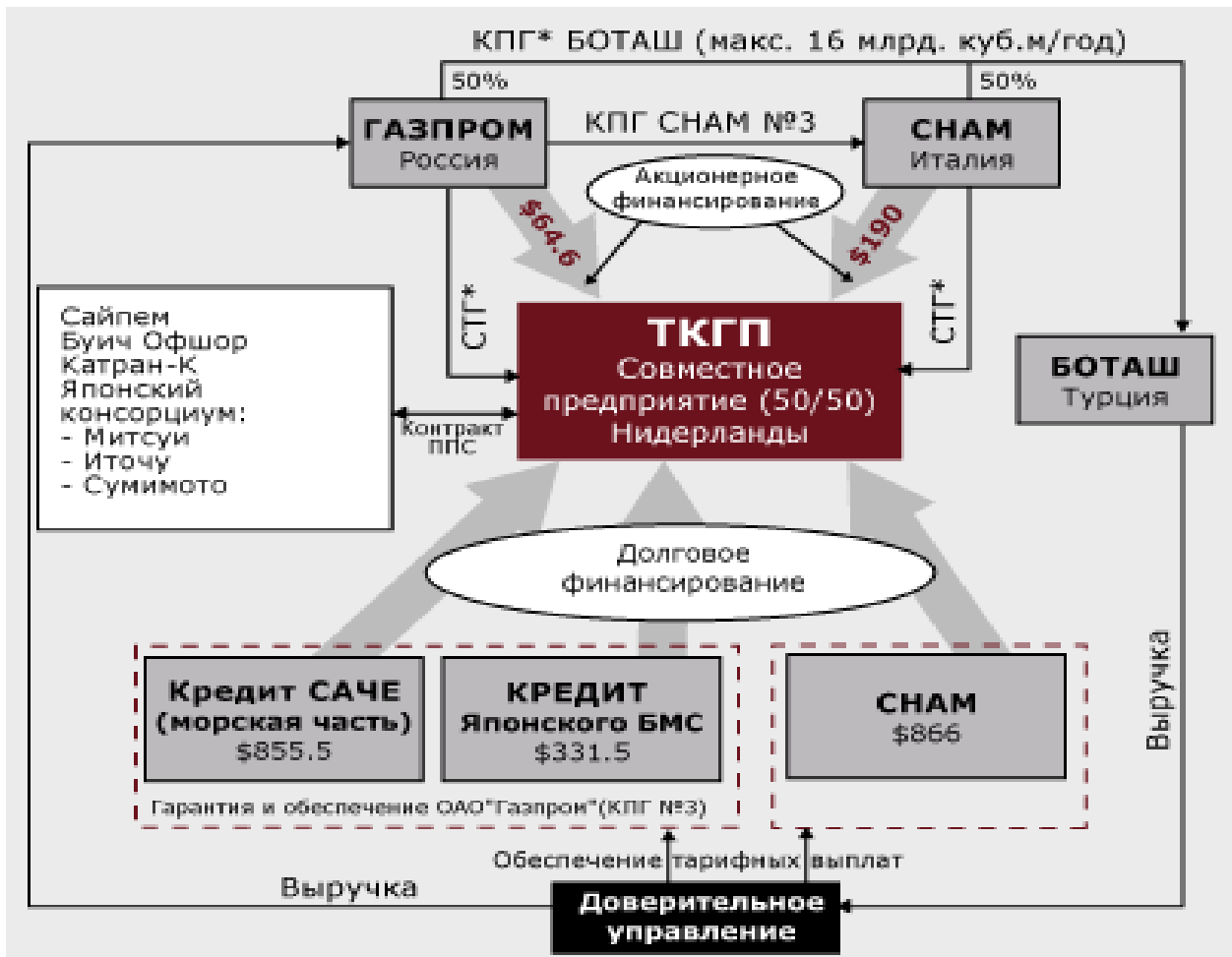


Рис.1 Организационно-экономическое взаимодействие участников проекта

Подробно эти взаимодействия описаны в п.6.

2.2 Ключевые инструменты проектного финансирования

В качестве ключевых инструментов проектного финансирования E.R. Yescombe (6) выделяет:

- структурирование финансирования проекта за счет создания проектных фирм, управляющих компаний, венчурных фондов и проч., выпускающих ценные бумаги от своего имени под финансирование проекта;
- страхование и перестрахование различных стадий реализации проекта;
- рефинансирование по мере реализации проекта.

Механизм проектного финансирования, по оценкам экспертов, прошел несколько этапов развития.

Первый этап относят к 50-м годам 20 века, для развивающихся стран была характерна крайне низкая интеграция в мировой финансовый рынок, и международные финансовые организации в основном предоставляли займы на капитальное строительство. В этих условиях базовыми условиями проектного финансирования являлись:

- его целевой характер (при участии МБРР построены крупнейшие африканские электростанции);
- повышение стоимости займов и кредитов за счет увеличения надбавки, компенсирующей риски;
- долгосрочный характер заимствований;

Минимизация кредитного риска за счет анализа финансового состояния заемщика, требование финансовых гарантий;

Сочетания банками кредитных и организационных функций. Второй этап начинается с приходом крупных частных банков в область международного проектного финансирования в начале 70-х годов XX века. Этот этап продлился около 20 лет. Причинами заинтересованности банков называют отмену золотовалютного стандарта, что повлекло отмену ограничений на движение капитала, и энергетический кризис 1973 года, который привел к резкому росту цен на энергоносители. Рентабельность нефтяных проектов выросла. Впоследствии образовалось два направления

развития проектного финансирования: с преимущественным участием международных организаций или частных банков из Великобритании, США, Канады, а также экспортно-импортных агентств (Hermes, Sace, Jbic, ...)

Особенностями этого этапа были:

- финансирование проектов через новое предприятие;
- реализация проекта проводится с привлечением банковского консорциума;
- международные кредиты в большинстве являются связанными, то есть выделяются в целях стимулирования страны-производителя;
- намечается разделение организаторов финансирования по регионам: английские и американские банки постепенно уступают эту функцию европейским и азиатским банкам;
- организуются специальные модели, предполагающие участие государственных органов за реализацию национальных проектов, возрастает роль долгосрочных контрактов на поставку товаров (услуг).

С начала 90-х годов XX века и по настоящее время специалисты выделяют третий этап развития рынка, который характеризуется как расширенное финансирование. Этот этап связывают с принятием на правительственном уровне рядом стран с развитой экономикой документов, облегчающих доступ инвесторам к национальным рынкам капитала. Кроме того, в ряде стран Азии, Африки, Восточной Европы прошли процессы приватизации в отраслях топливно-энергетического комплекса.

Основными характеристиками этого этапа является:

- использование положений утвержденного ТЭО проекта;
- создание проектной компании, отвечающей за реализацию проекта;
- выбор компаний-участников (соучредителей);
- предварительное подписание контрактов (соглашений о намерениях);

- поиск инвесторов и привлечение финансирования;
- создание объекта, как правило, посредством осуществления строительства, включая проектирование объекта;
- обеспечение непрерывной деятельности объекта (эксплуатация и обслуживание);
- вывод проекта из-под финансовой зависимости от кредиторов и самостоятельное развитие бизнеса [7].

3 РИСКИ В ПРОЕКТНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ

3.1 Классификация рисков проектного финансирования

Проекты для финансирования, которых используется инструментарий проектного финансирования, обычно связаны с большим количеством различных категорий рисков. При проектном финансировании, как правило, риски распределяются среди его участников, поэтому на различных этапах осуществления инвестиционного проекта меры по нивелированию могут осуществлять различные субъекты (8).

Основная задача при распределении рисков распределить их на субъекты, которые наиболее эффективно и с наименьшими транзакционными затратами способны управлять и снижать каждый конкретный риск проекта. Изначально можно считать, что в случае проектного финансирования, в терминах теории рисков, спонсоры (инвесторы) и кредиторы имеют низкую (консервативную) склонность к риску.

Никонова И.А. приводит одну классификацию рисков и методов их снижения (1) (приложение А), Родионов И.И. (7) предлагает следующую классификацию рисков (табл.2), которую выстраивает как пирамиду.

Одной из важных категорий рисков являются страновые риски, к которым относят риски, связанные с имущественным изменением макроэкономической и политической ситуации в стране, где реализуется проект; гражданские войны, продолжительные масштабные забастовки, изменение монетарной и денежно кредитной политики государства, а также валютного регулирования, политики контроля инфляции; иные формы форс-мажорных обстоятельств на становом уровне, оказывающие негативное существенное и длительное воздействие на макроэкономическую и политическую ситуацию

Таблица 2 - Классификация рисков проектного финансирования

1.	Риски внешней среды и экологические
2.	Страновые риски
3.	Отраслевые риски
4.	Корпоративные риски
5.	Риски конкурентной среды
6.	Рыночные и маркетинговые
7.	Проектные риски
8.	Продуктовые риски
9.	Риски поставщиков
10.	Риски фондирования
11.	Риски изменения стоимости капитала (процентные)
12.	Валютные риски

Страновые риски оцениваются и прогнозируются с помощью специальных рейтингов (например, суверенные кредитные рейтинги S&P, рейтинги прозрачности институциональной среды, рейтинги коррупции). Уровень страновых рисков задает базовую стоимость капитала для финансирования локальных проектов в стране. Основными механизмами снижения и распределения данной категории рисков являются страхование политических рисков и вовлечение в проект серьезных местных игроков и большого количества крупных международных игроков и компаний.

Немаловажными являются политические риски – это риски, связанные с существенным изменением политической ситуации и значимых изменений институциональной среды (национальная политика, законодательство, судебная и надзорная система и др.). Для проектного финансирования особое значение имеет стабильность, четкость и эффективное применение законодательства в области: энергетики, экологии, прав собственности на землю и вопросов землепользования, налогов и специальных налоговых зон и др., регулирование цен в сырьевых отраслях, регулирование участия иностранного капитала в национальных предприятиях, трудовое законодательство и миграционная политика и др. Предельным случаем

реализации политических рисков является экспроприация, однако политические риски с менее значимыми последствиями более распространены и оказывают существенное воздействие на реализацию проектов с использованием проектного финансирования. Способом страхования политических рисков является страхование и прописание гибких контрактов, позволяющих менять финансовые условия в случае существенных изменений внешней среды.

Категория отраслевых рисков связана с существенными событиями в отрасли, где реализуется проект, на глобальном и локальном уровне, которые оказывают значимое воздействие на конкурентоспособность и финансовые показатели проекта. Появление новых товаров заменителей с более лучшими характеристиками, снижение цены на товары заменители, повышение цен на основное сырье, используемое для производства, снижение цен на продукцию, выпускаемую в рамках реализации проекта, реализация текущих и планируемых конкурирующих проектов в целевом регионе - любые события, оказывающие значимое и долгосрочное воздействие на данные показатели, относятся к отраслевым рискам в проектном финансировании.

Например, методика Standard&Poors предполагает для оценки отраслевых рисков реализации проектов, связанных со строительством транспортной инфраструктуры для энергоносителей (нефть, газ) предполагает тщательный анализ следующих факторов:

- влияние существующих и планируемых трубопроводов в данном регионе;
- издержки транспортировки энергоносителей через проектную трубопроводную систему, существующие системы и планируемые конкурирующие системы, до конечных пользователей на целевых для проекта рынках;
- конкурирующие энергоносители из других источников / месторождений, которые могут конкурировать с поставками проектной продукции на целевые рынки (нефть, газ, уголь и др.);

- текущие и прогнозируемые цены на сырьевые энергоносители, а также анализ объемов предложения на рынки;
- анализ факторов, способных оказать существенное влияние на предложение в будущем (например, в случае нефти погодные катаклизмы в мексиканском заливе, планируемые военные действия в Ираке и Иране и т.п.).

Инструментами управления и снижения отраслевых рисков являются тщательный анализ отрасли и основных факторов ее развития, и контракты с долгосрочной фиксацией объемов и ценовых показателей на выпускаемую продукцию и сырье.

Важнейшей является категория проектных рисков. Данная категория связана с надежностью и проверенностью применяемых технологий и профессионализмом, и опытностью менеджерской команды, реализующей проект.

Основным механизмом управления данной категории рисков является тщательный подбор основных контрагентов (генеральных подрядчиков, поставщиков), у которых должен быть достаточный опыт, подтвержденный рядом успешно реализованных проектов, позволяющий работать по выбранным для реализации проекта технологиям строительства и производства. Для управления данной категорией рисков применяются юридические и финансовые механизмы:

- тщательно прописанные условия и требования в контрактах;
- тендерный отбор (в том числе с внесением тендерного взноса, как дополнительной гарантии профессиональной и финансовой состоятельности контрагента);
- финансовые и банковские гарантии;
- штрафные санкции.

Существует категория рисков, связанная с конечными потребителями. Данная категория, прежде всего, связана с конъюнктурными и качественными изменениями спроса на проектную продукцию. Проекты, где применится

проектное финансирование, обычно связаны со значимым отрицательным денежным потоком по статье инвестиции, и большими фиксированными расходам, в связи, с чем изменения в операционном потоке в эксплуатационной фазе проекта оказывают значимое влияние на сроки окупаемости и внутреннюю доходность проекта. Потребительские риски связаны, как с негативным изменением объема спроса, так и со снижением цены. Для снижения и управления данной категорией рисков применяется ряд механизмов. Долгосрочные контракты на продажу одному или группе крупных потребителей (например, поставки газа на электростанцию, договор долгосрочной аренды с крупным якорным арендатором на коммерческие площади) с фиксированными объемами и ценой. Контракты типа take-or-pay, когда покупатель обязан заплатить определенную в контракте сумму, независимо от реально выбираемого (потребляемого по факту) объема продукции. В зависимости от категории потребителя, объема поставок, вида продукции контракты могут заключаться на 5-20 лет;

В контрактах задается базовая цена, которая может корректироваться на инфляционную (индексация) и коммерческую составляющую (например, объем продаж якорного арендатора, процент от которого увеличивает базовую арендную плату).

Категория риска поставщика связана со сбоями в поставках основных материалов, сырья, компонент и др. на различных стадиях реализации проекта. Например, на стадиях строительства и эксплуатации риск может включать:

- краткосрочная и долгосрочная задержка поставок (например, краткосрочная задержка может быть связана с таможней, потерей или порчей груза при транспортировке; долгосрочная – с остановкой работы производителя и т.п.);
- изменение необходимых объемов поставок;
- изменение цены поставляемых материалов и сырья;
- изменение качества поставляемых материалов и сырья;

Таким образом, для поставок с точки зрения рисков проекта ключевыми являются: доступность на рынке, цена, количество и качество поставляемых материалов и сырья.

Основными последствиями реализации рисков поставок являются:

- задержка сроков строительства / пуска необходимого объема продукции;
- увеличение стоимости строительства / себестоимости выпускаемой продукции;
- качество, надежность и срок службы строящихся объектов / выпускаемой продукции;
- изменение инвестиционных и операционных денежных потоков проекта.

Основными механизмами управления и снижения данной категории рисков являются детально прописанные контракты и спецификации на поставку; диверсификация поставок (заключение контрактов с разными поставщиками, в случае наличия конкурентного рынка поставок соответствующих материалов и сырья – в случае уникальности материалов риски возрастают); страхование; штрафные санкции, финансовые и банковские гарантии; инвестиции в запасы.

Риск спонсоров и инвесторов, прежде всего, связан с отсутствием необходимого количества свободных денежных средств / нежеланием принимать на себя определенный уровень и объем риска у спонсоров для обеспечения потребностей проекта в собственном капитале в нужные сроки на различных этапах его реализации.

Наличие достаточного уровня собственного капитала в проектном финансировании (не менее 15-20%), является необходимым условием привлечения заемного и структурного финансирования.

Остановка финансирования оказывает существенное воздействие на показатели экономической и инвестиционной эффективности проекта (так как,

временная стоимость сделанных инвестиций возрастает, в то время как сроки появления положительных операционных потоков откладываются).

Для проектного финансирования задержка финансирования на срок 0,5-1 год может стать критичной вплоть до нецелесообразности дальнейшей реализации Проекта и списания убытков из-за наличия серьезных невозвратных затрат

Также к данной категории рисков относятся факторы, связанные с опытом, управленческим потенциалом, репутацией и деловыми связями в локальном и международном бизнес и политическом сообществе спонсоров, а также их личная подверженность политическим рискам (пример в России – М. Ходорковский, М. Гуцериев, и др.).

Основными механизмами управления и снижения данной категории рисков являются тщательный анализ проекта, моделирование денежных потоков и оценка потребностей проекта в собственном капитале на различных этапах; анализ наличия у спонсоров опыта в реализации подобного рода проектов.

Риск генерального подрядчика. Генеральный подрядчик выполняет в проекте функцию организации процесса строительства производственного объекта и несет обязательства по:

- строительству объекта надлежащего качества и спецификации;
- строительству объекта в надлежащий срок;
- строительству объекта в рамках установленного и прописанного в контракте бюджета.

Часто с генеральным подрядчиком заключается контракт строительства объекта под ключ, что подразумевает его обязательство сдать проектной компании объект, полностью готовый к вводу в эксплуатацию и прошедший тестовый режим работы. Нарушение вышеуказанных пунктов обязательств генерального подрядчика влечет для проекта существенные финансовые риски, связанные с изменением в худшую сторону инвестиционных денежных потоков и временным сдвигом операционных денежных потоков ввиду

задержек ввода в эксплуатацию объекта. Для выполнения обязательств, генеральный подрядчик вправе и обычно привлекает субподрядчиков, которые могут выполнять функцию поставщиков строительных материалов и выполнения определенных блоков строительно-монтажных работ. В связи с ними могут возникать дополнительные риски, которые берет на себя генеральный подрядчик.

Основные механизмы распределения и снижения рисков генерального подрядчика заключаются в том, что генеральный подрядчик несет полную ответственность перед заказчиком в соответствии с договором генерального подряда, за привлекаемых субподрядчиков и поставщиков строительных материалов. Это является эффективным распределением рисков, так как генеральный подрядчик является профессиональным игроком на строительном рынке, а значит способен с наименьшими транзакционными издержками принимать на себя соответствующие риски и управлять ими (отбирать поставщиков и субподрядчиков, организовывать процесс строительства, согласовывать и контролировать исполнение смет на строительно-монтажные работы субподрядчиков и др.). Основными механизмами управления и снижения данной категории рисков являются банковская гарантия против завершения строительства с нарушением необходимых сроков или банковская гарантия против нарушения качества строительства. Также имеет значение тендерный отбор, как дополнительная гарантия профессиональной и финансовой состоятельности генерального подрядчика. в случае нарушения сроков, качества и финансовых условий строительства устанавливаются существенные штрафы и санкции (например, устанавливаются как сумма за каждый день просрочки). Для снижения риска оценка качества и приемка работы генерального подрядчика осуществляются как непосредственно проектной компанией, так и различного уровня государственными органами.

Важно понимать, что гарантии должны компенсировать в разумный срок (условно немедленно) упущенный денежный поток проекта. Гарантии,

связанные с отложенным поступлением денежных средств (путем судебных разбирательств, наложения ареста и продажи активов контрагента, нарушавшего обязательство и прочее) могут рассматриваться только, как гарантии второго порядка, так как сроки поступления денежных средств критичны в проектном финансировании.

Основной гарантией второго рода в отношениях генерального подрядчика с контрагентами по строительству (субподрядчики, поставщики материалов) является регресс. Генеральный подрядчик немедленно компенсирует потери проекта за счет собственных средств, или за счет банковской гарантии, а затем предъявляет регрессные требования к изначальному виновнику ущерба (например, субподрядчику).

Институциональная структура проектного финансирования позволяет оптимизировать риски и издержки: для выигрыша тендера на получение контракта генерального подряда необходим опыт и финансовые гарантии.

3.2 Идентификация и управление рисками

На каждом этапе проекта у каждого из его участников будет свое представление о риске, способах его оценки и его минимизации. Матрица рисков приведена по (9), она отражает риски с точки зрения инвесторов и возможные способы воздействия на риски. Все финансовые соглашения связаны с воздействием различных видов риска. Финансисты стараются минимизировать последствия этого воздействия, для чего согласовывают финансовые структуры, способные защитить от потенциального падения стоимости проекта в результате рисков. Уровень риска оценивается в виде премии за риск, которая затем включается в стоимость капитала. Чем больше риск, тем больше премия за риск.

Категория риска	Описание	Последствия	Меры по снижению	Предпочтительное распределение рисков
Риск процентных ставок до завершения проекта	Риск неблагоприятного изменения процентных ставок до завершения проекта, в результате чего изменятся цены, установленные во время тендера	Увеличение проектных затрат	Возможно хеджирование процентной ставки, в том числе в рамках соглашения о реализации проекта	Государство может взять на себя все риски или разделить их
Риск спонсора	Риск того, что частная сторона окажется неспособной предоставлять необходимые услуги или неплатежеспособной, или риск того, что позднее окажется, что частная сторона не подходит для оказания данных услуг, или что финансовые требования к частной стороне или ее спонсорам превысят их финансовые возможности, что приведет к неисполнению их обязательств.	Прекращение оказания услуг государству и возможная потеря инвестиции для тех, кто предоставил долевой капитал	Обеспечить финансовое отделение проекта от внешних финансовых обязательств, обеспечить достаточность финансовых средств по кредитному соглашению или подкрепление обязательств спонсора гарантиями; также использование нефинансовых критериев оценки и экспертизы частных сторон (и их спонсоров)	Государство
Отсутствие финансирования	Риск того, что в тот момент, когда долговое и/или долевое финансирование потребуется, частной стороне для проекта, оно окажется недоступным, либо не в той сумме или не на ожидаемых условиях	Отсутствие средств для продолжения или завершения строительства	Государство должно потребовать, чтобы все тендерные заявки содержали полностью задокументированные финансовые обязательства с минимальными и легко выполнимыми условиями	Третья сторона
Дополнительное финансирование	Риск того, что, из-за изменения законодательства, политик или в силу другого события, понадобится дополнительное финансирование для перестройки, переоснащения и т.п. объекта, а частная	Отсутствие финансирования для дополнительной работы, выполнение которой требует государство.	Частная сторона должна взять на себя обязательство, на основе наилучших усилий, финансировать дополнительные работы по согласованной ставке доходности с возможностью для	Государство берет на себя риск недоступности частного финансирования

Табл.3- Матрица рисков

4 КОНТРАКТНЫЕ РАМКИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Проектные контракты чрезвычайно разнообразны и могут включать соглашение о проекте, которое может быть либо соглашением на производство и продажу продукции – off take, например, соглашение о покупке энергии, на основании которого продукция, произведенная в рамках проекта, будет продаваться в соответствии с формулой долгосрочного ценообразования, либо концессионным соглашением, с представителем органов власти, которое дает право компании реализовать проект и получить прибыль от него, поставляя услуги или государственному сектору (например, общественные здания), или непосредственно населению (платная автомобильная дорога). Кроме того, проектная компания может иметь лицензию на производство работ согласно общепринятому законодательству (например, мобильная связь).

Возможны и другие проектные контракты. К ним относят договор на инжиниринг, поставку оборудования и строительство, или сквозной контракт (EPC), «под ключ», согласно которому проект будет реализован за определенную цену к определенной дате. Контракт на поставку сырья и топлива, согласно которому топливо или другое сырье для продукта будут поставляться в согласованных объемах и по согласованной цене.

Контракт на эксплуатацию и обслуживание, согласно которому третьи лица будут нести ответственность за управление проектом, после того как он будет завершен.

Соглашение о государственной поддержке, которое может обеспечить различные виды поддержки, такие как гарантии закупок или налоговые льготы, для инвестиций в проект.

Более подробно вопросы контрактов следует рассматривать на примерах конкретных проектов. Например, ключевыми договорами проекта «Голубой поток» являлись:

- Соглашение о транспортировке газа между “Газпром”, SNAM и BSPC (интересы ОАО «Газпром» представляла дочерняя компания “Газпрома” - “Газэкспорт”);
- Контракты на поставку газа между “Газпром”, SNAM и BOTAS;
- Контракты на проектирование, поставки, строительство между BSPC и генподрядчиками

Выручка по контрактам обеспечивала погашение процентов по кредитам

Договор по транспортировке газа содержал жестко оговоренное обязательство “поставляй - или -плати”, которое вступало в силу с момента введения в действие трубопровода. Поток денежных поступлений подвержен риску несвоевременного завершения проекта, поэтому финансирование проекта было структурировано таким образом, чтобы предоставить достаточную защиту от задержек завершения проекта кредиторам и четырем экспортно-кредитным агентствам (ЭКА) - итальянской SACE, британскому Департаменту экспортно-кредитных гарантий, японскому Министерству международной торговли и индустрии и Японскому банку международного сотрудничества.

Помимо российского и английского права, применяемых в соответствии с документацией финансирования, в проектную документацию был вовлечен широкий ряд других правовых систем. Причиной этого было не только количество сторон, вовлеченных в проект, но и частое применение различных “нейтральных” систем права для регулирования трансграничных проектных договоров. Договоры и финансирование должны были быть структурированы таким образом, чтобы не противоречить требованиям каждой юрисдикции.

5 ГЧП КАК ФОРМА ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Государственно-частное партнёрство (ГЧП) — совокупность форм средне- и долгосрочного взаимодействия государства и бизнеса для решения общественно значимых задач на взаимовыгодных условиях.

Взаимодействие государства и частного сектора для решения общественно значимых задач имеет давнюю историю, в том числе и в России. Однако наиболее актуальным ГЧП стало в последние десятилетия. С одной стороны, усложнение социально-экономической жизни затрудняет выполнение государством общественно значимых функций. С другой стороны, бизнес заинтересован в новых объектах для инвестирования. ГЧП представляет собой альтернативу приватизации жизненно важных, имеющих стратегическое значение объектов государственной собственности.

Формы государственно-частного партнёрства (в широком смысле) — это любые взаимовыгодные формы взаимодействия государства и бизнеса:

- государственные контракты;
- арендные отношения;
- финансовая аренда (лизинг);
- государственно-частные предприятия;
- соглашения о разделе продукции (СРП);
- концессионные соглашения.

В России понятие ГЧП впервые в законодательстве появилось в Законе Санкт-Петербурга от 25.12.2006 №627-100 «Об участии Санкт-Петербурга в государственно-частных партнерствах»¹. К настоящему времени подобные законы приняты в 69 субъектах РФ. Помимо региональных актов, регламентируют сферу ГЧП также ФЗ от 21.07.2005 г. №115-ФЗ «О концессионных соглашениях» и ФЗ от 21.07.2005 г. №94-ФЗ «О размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд». В какой-то степени регулирует

ГЧП и ФЗ РФ от 22.07.2005 г. №116-ФЗ «Об особых экономических зонах в РФ» (предоставление бизнесу льгот на определенной территории – тоже вариант ГЧП в широком смысле). Тем не менее, все эти нормативно-правовые акты покрывают далеко не все возможные модели ГЧП.

Типовые модели приведены в таблице 4

Таблица 4 – Модели ГЧП (9)

№	Сокращение	Расшифровка	Описание
1	*BOT	Build, Operate, Transfer	Концессионный механизм: строительство, право пользования (без права собственности) в течение срока соглашения и передача государству.
		(Построй-Управляй-Передай)	
2	BOOT	Build, Own, Operate, Transfer	Аналогично вышесказанному, но право собственности на время действия контракта принадлежит частному партнеру
		(Построй-Владей-Управляй-Передай)	
3	*BTO	Build, Transfer, Operate	Аналогично п. 1, только объект передается государству сразу после строительства. Частный партнер обслуживает объект в течение срока действия соглашения, а публичный возмещает затраты регулярными платежами (контракт жизненного цикла).
		(Построй-Передай-Управляй)	
4	*BOO	Build, Own, Operate (Построй-Владей-Управляй)	Аналогично п. 2, но по истечении срока соглашения объект остается в собственности частного партнера.
5	BOMT	Build, Operate, Maintain, Transfer	Акцент на поддержке жизнеспособности и обслуживании объекта. Право собственности остается у публичного партнера.
		(Построй- управляй-Поддерживай-передай)	
6	DBOOT	Design, Build, Own, Operate, Transfer	Аналогично п. 2, но в обязанности частного партнера входит и проектирование объекта соглашения.
		(Спроектируй-Построй-Владей-Управляй-Передай)	
7	DBFO	Design, Build, Finance, Operate	Акцент на обязанности частного партнера финансировать строительство и мероприятия по обслуживанию. Публичный партнер возмещает издержки регулярными платежами.
		(Спроектируй-Построй-Финансируй-Управляй)	

Области применения государственно-частного партнёрства:

- транспортные развязки, автомагистрали, аэропорты, морские порты;
- проекты в ЖКХ (проекты в сфере водоснабжения и очистки сточных вод и т.д.);
- проекты в топливно-энергетическом комплексе;
- в городском хозяйстве;
- в социальной сфере;
- в экологии.

Из обозначенных типов ГЧП в Российском законодательстве прописаны лишь три (ВОТ, ВТО, ВОО). Тем не менее, ГЧП работает и без проработанной законодательной базы: на начало 2013 года в России было запущено и реализовано порядка 300 таких проектов. (9)

ФЗ о ГЧП в России обсуждается с середины 2000-х годов, но первая его редакция была подготовлена только к июню 2012 года. Вторая версия закона появилась уже через 4 месяца. В 2013 году Правительство внесло в Госдуму уже третий вариант законопроекта «Об основах ГЧП в РФ». Из нововведений отмечается введение единого конкурса на весь проект ГЧП (вместо отдельных на каждый вид работ), а также, наоборот, отмена конкурса на передачу земельных участков, необходимых для строительства объекта ГЧП.

Развитие ГЧП в России сдерживается не только отсутствием проработанного законодательства. Не меньшее значение имеет отсутствие механизмов долгосрочного финансирования. Российский бизнес (в частности, банки) не готов участвовать в длительных проектах (соглашения о ГЧП заключаются обычно на 10-50 лет). Сейчас большинство крупных проектов ГЧП реализуется в режиме «ручного управления».

В 2007 г. на базе Внешэкономбанка СССР был создан Банк развития. Основным законом, регламентирующей деятельность этого учреждения, прямо закрепляет за ним функции участника рынка ГЧП. Центр ГЧП ВЭБ является структурным подразделением Банка развития.

6 ИЗУЧЕНИЕ ОСОБЕННОСТЕЙ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ НА ПРИМЕРЕ ПРОЕКТА «ГОЛУБОЙ ПОТОК»

Проект «Голубой Поток» является уникальным по своей сложности и набору инновационных финансовых решений, реализованных в сложной рыночной ситуации. Проект был разработан вскоре после российского финансового кризиса 1998 года в условиях, когда международные финансовые рынки были практически закрыты для российских заемщиков. Тем не менее, для реализации Проекта было привлечено около 3 млрд. долларов США долгового и акционерного финансирования. Финансовая структура Проекта содержит все классические элементы технологии проектного финансирования.

ОАО «Газпром» является владельцем, заказчиком, оператором, а также заемщиком в отношении российского участка газопровода. SNAM является европейским лидером в строительстве и интегрированном управлении газовой инфраструктуры.

За проведение экспертизы отвечает норвежская компания «DetNorskeVeritas».

На стадии технико-экономического обоснования генпроектировщиком является ОАО «Гипроспецгаз». ОАО «Гипроспецгаз» выполняет полный комплекс проектно-изыскательных работ (ПИР), начиная от инвестиций и разработки проектных обоснований; и заканчивая обеспечением авторского надзора за строительством и освоением проектных мощностей.

Соисполнитель по морскому участку является ООО «Питергаз». ООО «Питергаз» - инжиниринговая компания, специализирующаяся на выполнении проектно-изыскательных работ при строительстве сухопутных и морских объектов добычи и транспортировки нефтегазового комплекса.

Научно-методическим обеспечением занимается «ВНИИГАЗ». ВНИИГАЗ – научно-исследовательский институт природных газов и газовых технологий. Институт осуществляет единую научно-техническую политику и координацию научных исследований в области разработки и проектирования

технологий для газовой отрасли, включая разведку и разработку газовых месторождений; освоение морских ресурсов нефти и газа; переработку и промысловую подготовку газа; нормативное обеспечение, проектирование и эксплуатацию системы транспортировки и подземного хранения газа; математическое моделирование и информационные технологии; использование газа в качестве моторного топлива, экологическую безопасность, энергоэффективность и охрану труда.

На стадии базового проекта генпроектировщиками являются ОАО «SAIPEM» и «BuogOffshore».

ОАО «SAIPEM» является крупной международной компанией и одним из лучших подрядчиков в нефтяной и газовой промышленности. Компания обеспечивает техническое обслуживание, включающее регулярную внешнюю инспекцию и внутритрубную диагностику.

Соисполнителями являются ОАО «Гипроспецгаз» и ООО «Питергаз».

Научно-методическим обеспечением так же занимается «ВНИИГАЗ».

На стадии строительства подрядчиками являются ОАО «SAIPEM» (морской участок) и «BuogOffshore» (КС Береговая), ОАО «Стройтрансгаз» и «Botash» (сухопутный участок). "BOTASH" занималась строительством трубопровода, а за прокладку труб по дну Чёрного моря отвечал концерн ENI (генеральным подрядчиком строительства морского участка выступила итальянская компания "Saipem"). ОАО «Стройтрансгаз» - один из крупнейших подрядчиков, представляющих полный комплекс строительных и инжиниринговых услуг в области возведения объектов электроэнергетики, нефтегазовой и нефтегазохимической отраслей, транспортной и гражданской инфраструктуры. За технадзор отвечает норвежская компания «DNV» и ЗАО НПО «Спецнефтегаз». ЗАО НПО «Спецнефтегаз» разрабатывает, производит и эксплуатирует базовые комплексы для внутритрубной дефектоскопии магистральных трубопроводов. Оборудование для внутритрубной инспекции магистральных трубопроводов диаметром от 273 мм до 1420 мм обеспечивает выполнение всех технологических операций: очистку внутренней полости

трубопровода и магнитную подготовку стенок труб к проведению инспекции, калибровку электронную профилометрию, магнитную дефектоскопию и дефектометрию.

Blue Stream Pipeline Co занимается вводом в эксплуатацию газопровод.

Для отношения ПФ с покупателями наиболее привлекательными являются долгосрочные контракты с заранее определенными объемами потребляемой продукции и услуг и понятным ценообразованием, что обеспечивает гарантии поступления прогнозных денежных потоков для кредиторов и инвесторов;

Например, часто используются контракты типа take-or-pay, согласно которым покупатель обязан в каждом периоде функционирования проекта заплатить за определенный объем продукции, по определенной цене, независимо от того потребляет ли покупатель реально этот объем в данный период времени или нет.

Схема внешнеторгового финансирования строительства

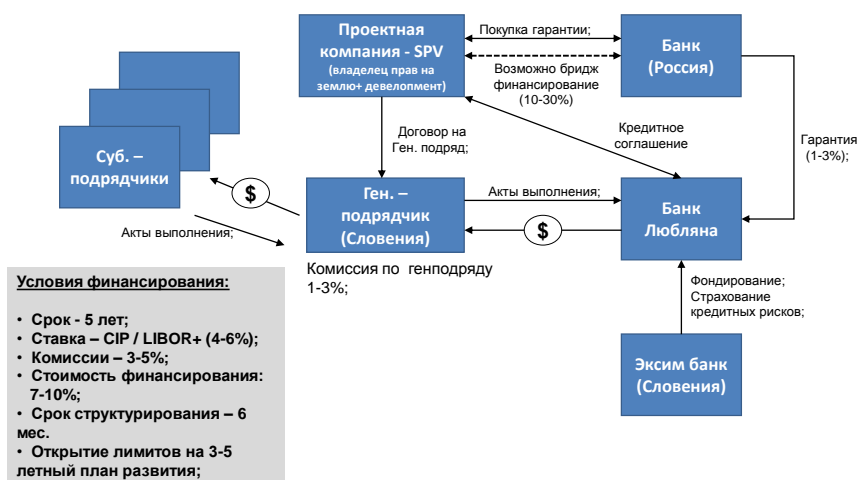


Рис.2 – Схема внешнеторгового финансирования строительства

ОАО «Газпром» является владельцем, заказчиком, оператором, а также заемщиком в отношении российского участка газопровода. Генеральным страховщиком строительно-монтажных, транспортных, энергетических и

других техногенных рисков на российском участке газопровода является ОАО «Страховое общество "СОГАЗ"», которое в свою очередь перестраховывало эти риски в крупнейших мировых перестраховочных компаниях. Для строительства морского участка газопровода ОАО «Газпром» и компания SNAM (дочерняя компания энергетического концерна ENI) учредили совместную проектную компанию Blue Stream Pipeline Company B.V. (BSPC), которая выступила в качестве владельца, заказчика, оператора и заемщика в отношении морского участка газопровода. В консорциум, созданный для выполнения работ, вошли "Saipem S.p.A." (Италия), "Bouygues Offshore S.A." (Франция), "Katran-K" (Россия) и "Mitsui & Co", "Sumitomo Corp." и "Itochu Corp." (Япония).

Распределение долей участия составило 50% на 50%. Компания зарегистрирована в Королевстве Нидерланды, законодательство которого до определенной степени позволяет минимизировать налогообложение. Финансирование Blue Stream Pipeline Company B.V. на 20% осуществлялось за счет взносов акционеров компании в ее уставный капитал и на 80% за счет заемного финансирования. При этом каждый из акционеров отвечал за привлечение половины заемного финансирования в соответствии с пропорцией владения данной компанией (табл.5).

Таблица 5 – Привлечение финансовых ресурсов учредителями

Учредители BSPC	Участие в УК	Финансирование за счет собственного капитала	Финансирование за счет заемного капитала
ОАО «Газпром»	50%	64,6 млн. долл.	1,7 млрд. долл.
Saipem SNAM	50%	190 млн. долл.	
Итого	100%	254,6 млн. долл.	

Проект состоял из оффшорной части (собственник BSPC) и наземной части, управляемой «Газпромом». Финансирование наземной части на территории РФ было предоставлено ОАО «Газпром». Каждому из спонсоров было необходимо привлечь соответствующую долю финансирования

оффшорной части трубопровода. Botas являлся ответственным за соединение трубопроводов в Турции.

Непосредственно финансирование проекта осуществлялось с ограниченным регрессом банка - это форма финансирования, при которой проектная компания либо сама имеет частичное обеспечение, либо его предоставили третьи лица. Данный вид финансирования является наиболее распространенным в мировой практике.

Средства финансирования были следующими:

Кредит “Газпрому” и BSPC (1,133 млрд. долл.) был организован Banca Commerciale Italiana (IntesaBci), Mediocredito Centrale и WestLB, под гарантии агентств экспортного кредитования ряда стран во главе с итальянским экспортно-страховым агентством SACE и частично перестрахованным Британским Департаментом экспортно-кредитных гарантий (ДЭКГ). Причем SACE в соответствии со своей внутренней политикой предоставило гарантии только на 95% всего кредита. Остальные 5% составил тот риск, который банки-кредиторы приняли непосредственно на себя. Целью кредита было финансирование части проектных затрат “приемлемых” в соответствии с правилами Европейского Союза и OECD, которые регулируют операции SACE и ДЭКГ;

Кредит для BSPC (331 млн. долл.) был предоставлен японским консорциумом частных банков, с поддержкой страхованием Министерством торговли и развития Японии. Кредит был использован для финансирования проектных затрат на контракты на поставку с японским консорциумом подрядчиков;

Необусловленный кредит для “Газпрома” (295 млн. долл.) был организован японским банком Fuji Bank, гарантом которого выступили Министерство торговли и промышленности Японии, а также Японский банк международного сотрудничества.

Компания SNAM выступила гарантом по ссудам на общую сумму 866 млн. долл. И в том, и в другом случае финансирование было предоставлено

консорциумом, в который входят более 30 банков во главе с банками West LB, Banca Commerciale Italiana и Mediocredito.

Большую часть средств на строительство должны предоставить банки тех стран, в которых находятся подрядчики. Поскольку в консорциум, созданный для выполнения работ, вошли "Saipem S.p.A." (Италия), "Bouygues Offshore S.A." (Франция), "Katran-K" (Россия) и "Mitsui&Co", "SumitomoCorp." и "ItochuCorp." (Япония), постольку основными кредиторами оказались консорциумы банков Европы и консорциум банков Японии, возглавляемый Fuji Bank и страховой компанией Neximity.

Привлечение финансовых институтов Японии было обусловлено использованием труб японского производства при прокладывании морского участка газопровода. Таким образом, долговое финансирование проекта в обобщенном виде можно представить в виде таблицы 6.

Таблица 6 – Долговое финансирование проекта

Гаранты	Заемщики	Сумма привлеченных ресурсов	Организаторы кредита
Экспортно-страховое агентство SACE (Италия)	ОАО «Газпром» (РФ) BSPC (Нидерланды)	1,133 млрд. долл.	30 банков во главе West LB, Banca Commerciale Italiana и Mediocredito (Италия)
SNAM (Италия)	ENI (Италия) BSPC (Нидерланды)	866 млн. долл.	
Министерство торговли и промышленности Японии + Японский банк международного сотрудничества	BSPC (Нидерланды)	626 млн. долл.	Fuji Bank (Япония)
ОАО «Газпром» (РФ)	ОАО «Газпром» (РФ) BSPC (Нидерланды)	250 млн. евро	Hupoferanse Bank A.G.

Большая часть привлеченных средств была направлена на финансирование именно этого участка, однако часть средств использовалась

на финансирование газопровода, пролегающего по российской территории. Большая часть средств осталась в Японии — они пошли на оплату услуг и оборудования, производимого для "Голубого потока" компаниями Mitsui, Sumitomo и Itochu.

Таким образом, 1,76 миллиардов долларов были предоставлены японскими, итальянскими и британскими экспортными кредитными организациями.

Кредиты выданы на сроки до 13 лет с запланированной структурой выплат, которые достигают пика в 2010 и спадают в 2013 годах. В течение всего строительства трубопровода предполагалось, что обслуживание долга будет производиться "Газпромом" из своих средств, при этом, по существующему соглашению на поставку газа с Eni, доходы были предоставлены кредиторам в качестве обеспечения.

Все кредиты поддерживались экспортно-кредитными агентствами. Экспортно-кредитные агентства предоставляли поддержку «газпромской» части финансирования BSPC. SNAM финансировала свою часть BSPC по схожей структуре (с корпоративными гарантиями в качестве поддерживающего обеспечения, вместо уступки права требования доходов по существующим контрактам на поставку газа).

Каждое экспортно-кредитное агентство предоставляло свой тип финансирования. Страховка SACE покрывала политический и коммерческий риски в форме одного из своих продуктов - "покупательского кредита", с частичной перестраховкой предоставленного страхования ДЭКГ по договору перестрахования, заключенного только недавно между ДЭКГ и SACE. В отличие от страхования SACE, страховка ММТИ не брала на себя обязательства, привязанного к процентному соотношению кредитов, и которое должно было бы покрываться с самого начала процесса переговоров, а определила эти процентные соотношения только на более поздней стадии. Страховка покрывала выплату основной суммы долга и процентного вознаграждения по ней против политического и коммерческого рисков. ЯБМС

был прямым кредитором крупной части финансирования, предоставляемого в соответствии с ЯБМС/ММТИ кредитом.

По завершении строительства трубопровода, устанавливаемые месячные транспортные тарифы по договору между ТКГП и “Газэкспортом” были запланированы таким образом, чтобы покрывать фиксированные и варьируемые операционные расходы, включая обслуживание долга. Несмотря на поддержку финансирования посредством уступки права требования на доходы от существующего соглашения на поставку газа между “Газэкспортом” и Eni, ЭКА были необходимы дополнительные гарантии в отношении условий “поставляй - или - плати” договора по транспортировке газа, его длительности и доли пропускной способности трубопровода, предоставленной “Газэкспортом”.

Обеспечение финансирования. Обеспечение для поддерживаемого экспортно-кредитным агентствами финансирования было многоаспектным и включало:

уступку права требования ТКГП на компонент обслуживания долга из транспортировочного тарифа по договору “поставляй - или - плати” с “Газэкспортом”;

уступку права требования “Газэкспортом” на часть платежей по договору по поставке газа с Botas в качестве обеспечения обязательства “Газэкспорта” оплачивать тариф по транспортировке;

уступку права требования “Газэкспортом”/“Газпромом” на доходы по существующему договору по поставке газа с Eni;

Гарантии “Газпрома” и “Газэкспорта”.

Обеспечение посредством предоставления материальных активов не производилось. Структура была запланирована таким образом, что пропорциональная часть финансирования каждого из спонсоров ТКГП держалась в отдельности и долевое участие Eni не было использовано в качестве обеспечения для финансирования, поддерживаемого ЭКА. Это означало, что тщательно разработанный механизм финансирования с

ограниченным правом регресса должен был стать предметом согласия всех участвующих сторон. Была установлена сложная структура проектных счетов, включая отдельные резервные счета, обслуживающие долг, в отношении каждого из соответствующих кредитов.

Традиционно крупномасштабное финансирование в России обеспечивается уступкой права требования по долгосрочным экспортным договорам. Обеспечение проекта “Голубой поток” включает в себя доходы по существующему договору по газу с Eni.

По завершении строительства платежи по обслуживанию долга кредиторам “Голубого потока” в первую очередь осуществляются из тарифов по договору на транспортировку газа. Если платежи по договору на транспортировку не осуществляются, то кредиторы имеют доступ к части платежей по договору на поставку газа с Botas, права требования на которые были уступлены доверительному собственнику обеспечения. Кредиторы также могут полагаться на уступленное право требования доходов по существующему договору с Eni, если нет других источников средств.

Схема взаимодействия участников проекта выглядит следующим образом:

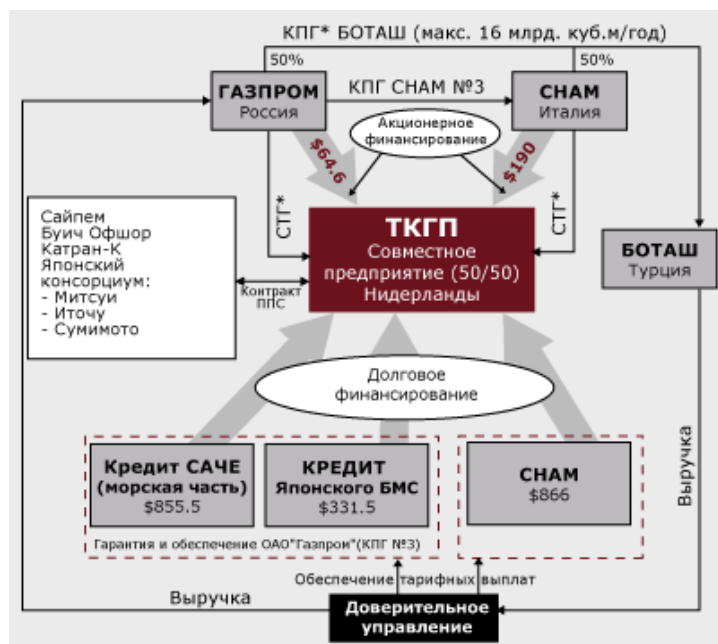


Рис.1 – Финансовое взаимодействие участников проекта

Вопросы разногласия между кредиторами. При осуществлении проектного финансирования возникает множество рисков для каждой заинтересованной стороны проекта. Для снижения кредитных рисков в проекте участвуют несколько кредиторов. Кредиторы заинтересованы во взаимодействии с проектной компанией на равных позициях, чтобы снизить риск повышенного влияния на проектную компанию со стороны одного из кредиторов. Данный подход дает кредиторам с низким уровнем риска предоставить финансирование на более выгодных для проектной компании условиях.

Для реализации прав кредиторов в международной практике используются:

- соглашения между кредиторами;
- субординация требований между кредиторами;
- доверительное управление правами залога;
- управляющий предметом залога.

Субординация требований позволяет разделить кредиторов на разные порядки: на так называемых старших кредиторов и младших кредиторов. У старших кредиторов есть преимущество по очередности исполнения обязательств по кредиту перед младшими кредиторами. Данное обстоятельство позволяет кредиторам более гибко распределять между собой риски проекта. Субординация требований позволяет старшим кредиторам взамен на повышенную рисковую нагрузку, предоставлять финансирование на более выгодных для спонсора проекта условиях.

ОАО «Газпром» выступает в роли младшего кредитора, т.е. в случае неблагоприятных для проекта последствий в первую очередь будут удовлетворены обязательства перед старшими кредиторами, и только лишь после этого ОАО «Газпром» сможет, при условии наличия такой возможности, вернуть свои инвестиции.

Для упрощения взаимосвязи между группой кредиторов и проектной компанией вводится управляющий залогом или передача объекта в доверительное управление. Управляющий контролирует функции над предметом залога и обеспечивает его сохранность.

Неизбежно возникли разногласия между кредиторами «Газпром» и Eni в отношении их долей финансирования BSPC. Одним из методов разрешения вопроса являлось требование предоставления консультационного периода прежде чем какое-либо действие по принудительному обеспечению обязательств может быть предпринято, вместо того чтобы каждый кредитор имел автоматическое право отозвать кредит. Одним из самых спорных вопросов было принятие позиции - должны ли кредиторы, быть при любых обстоятельствах, субординированы и находиться позади по отношению к платежам текущих периодических выплат по всем кредитам, а также доведения до необходимого уровня всех обслуживающих долг резервных счетов. В силу того, что экспортно-кредитные агентства участвовали в каждом кредитовании, этот вопрос, требовавший высочайшего уровня сотрудничества между агентствами, был разрешен.

Валютный контроль. Структура счетов была разработана таким образом, что платежи по существующему договору с Eni выплачиваются на оффшорный счет и, при условии надлежащего обслуживания долга и отсутствия какого-либо дефолта, сразу же предоставляются «Газэкспорту». В противном случае перевод платежей не производится и, в случае необходимости, используется для покрытия ущерба, нанесенного дефолтом.

В соответствии с требованиями российского законодательства на 2002г., резидент России должен репатриировать и конвертировать 75% своей экспортной выручки в рубли. Вопрос применимости требований валютного законодательства зависел от определения точного момента вступления в силу соответствующих положений. Существует мнение, что в соответствии со структурой счетов «Голубого потока» экспортная выручка не попадает во

владение российского экспортера в момент, когда деньги могут понадобиться для выплаты долга.

Однако ни экспортно-кредитные агентства, ни коммерческие кредиторы не были готовы принять на себя какой-либо риск, связанный с тем, что это толкование может оказаться неверным. После тщательной проверки и анализа проблема была решена посредством выдачи Центральным банком России лицензии и получения официального толкования соответствующего указа Президента РФ.

Положительный эффект участия экспортно-кредитных агентств в любом крупном финансировании заключается в том, что их присутствие может внести необходимую уверенность там, где неясность, оставленная без уточнения, может отрицательно повлиять на успешное осуществление многих сложных и интересных проектов.

В 2009г. ОАО "Газпром" провел размещение двух траншей еврооблигаций на общую сумму до 1,9 млрд. долл. для финансирования кредитов ОАО «Газпром» и оператора газопровода «Голубой поток» BSPC. Займы, эмитентом которых является зарегистрированная в Люксембурге SPV-компания Gazstream S.A., были размещены на срок до 2013 года с амортизацией суммы основного долга, средний срок обращения - 3,8 года. Необеспеченный транш евробондов на 646 млн. долл. размещен среди неограниченного круга инвесторов; транш на \$1,2 млрд., обеспеченный гарантией итальянского экспортного агентства SACE, - по закрытой подписке. Путем размещения этих еврооблигаций были рефинансированы кредиты, привлеченные в 1993-2000 гг. со сроком погашения до 2013 года ОАО "Газпром" и проектной компанией BSPC. Кредиты привлекались с целью финансирования проекта "Голубой поток", а также непосредственно "Газпромом" для приобретения оборудования у консорциума Tragas (Италия) с целью модернизации российской газопроводной системы. Лид-менеджерами и андеррайтерами выпусков являются Deutsche Bank и банк MCC S.p.A., Италия (рис.3).

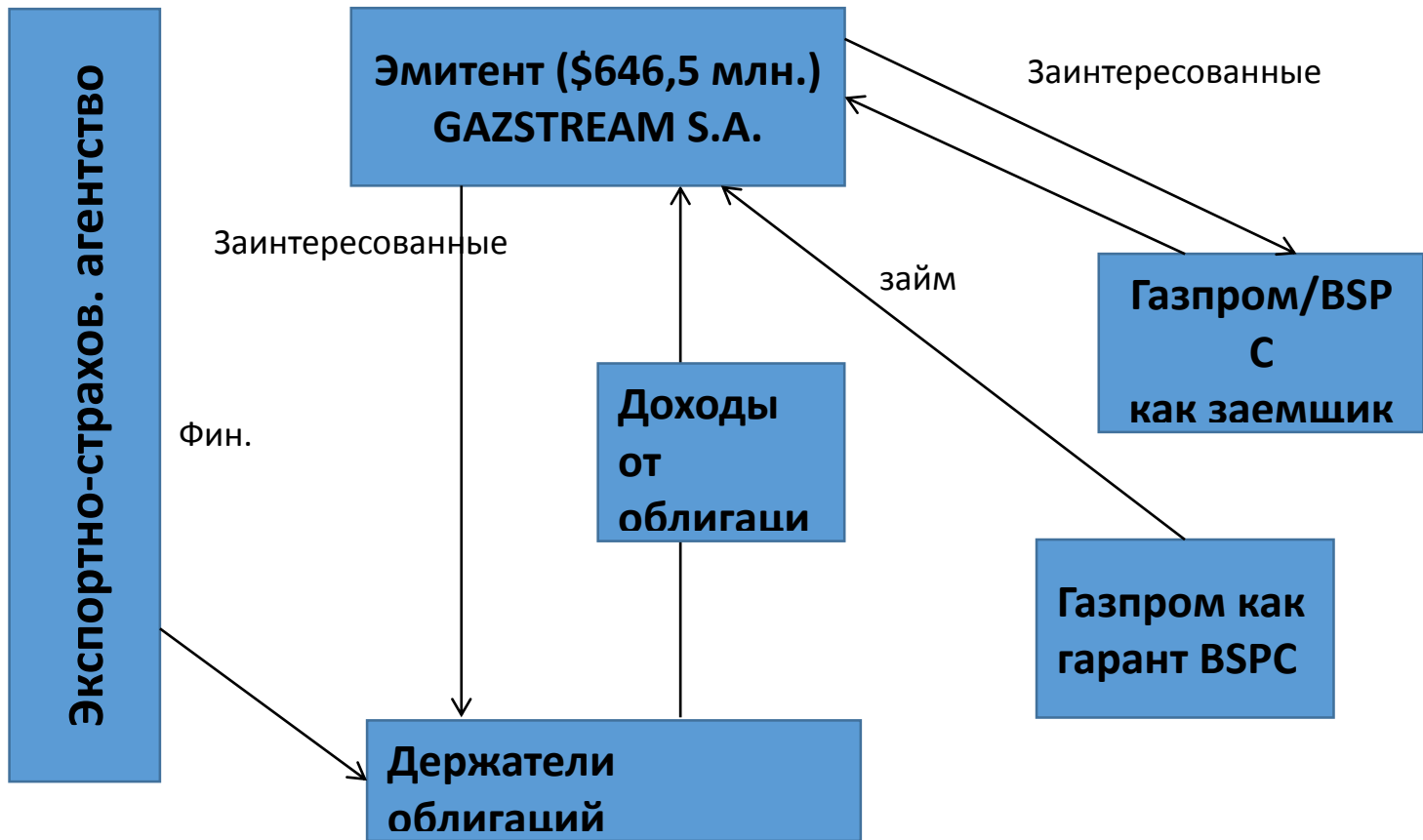


Рис.3 – Рефинансирование кредитов за счет облигационного займа

Первый транш составил 646 млн. долл. с погашением в 2013 году. Международное рейтинговое агентство Fitch присвоило рейтинг "BB" нотам участия в займе, выпущенным Gazstream S.A.

Международное рейтинговое агентство Moody's присвоило рейтинг "(P)Baa2" выпуску нот участия в займе ОАО «Газпром». Прогноз рейтинга - "стабильный".

Проект не мог быть реализован иначе как через механизм проектного финансирования. Ни ОАО «Газпром», ни компания Votas, ни концерн ENI самостоятельно не смогли бы реализовать подобный проект, так как ни одна из компаний по отдельности не располагала собственными финансовыми ресурсами, необходимыми для реализации проекта. Более того, маловероятно, что они смогли бы привлечь необходимые заемные средства. Технологическая

сложность проекта также предполагала значительные техногенные риски, которые ни одна из сторон также была не в состоянии принять на себя по отдельности. Наконец, учитывая масштабность проекта, можно утверждать, что при отсутствии долгосрочных обязательств на поставку газа, с одной стороны, и таких же долгосрочных обязательств на покупку газа, с другой, заемное финансирование по приемлемой процентной ставке не было бы предоставлено.

Этап завершения проекта. В 2007г. Eni, через консорциум «Энинефтегаз» (на 60% принадлежавший Eni и на 40% Enel), который в последствии был переименован в ООО «Северэнергия», приобрела на аукционе газодобывающие активы.

В 2009г. ОАО «Газпром» приобрел 51% доли ООО «Северэнергия», Eni приобрела 20 % акций ОАО «Газпромнефть» - нефтяной компании, входящей в группу ГК «Газпром».

Финансирование затрат на стадии эксплуатации объекта. По условиям контрактов, все инвестиции проекта на территории РФ финансируются ОАО «Газпром» самостоятельно.

По плану, за период до 2014г ОАО «Газпром» должно было поставить 120 млрд. куб. м газа. Фактические объемы не достигли 100 млрд. куб. м. Ниже представлены данные о плановых и фактических объемах поставки газа (рис.4)



Рисунок 4. – Динамика поставок газа, план-факт

В декабре 2003 года был поставлен первый миллиард кубометров газа по Голубому потоку. В связи с невыходом газопровода на проектную мощность и невыполнением объемов поставок прибыль оказалась существенно ниже плановой. За 2006 год «Голубой поток» получил убыток в 126 млн. руб. (рис.5). Турецкая сторона выступила с требованиями снижения цены на российский газ и пересмотра прежних контрактов. Анкара заявила о недопустимости сохранения российской монополии на поставки природного газа и начала активные поиски альтернативных источников в Туркмении, Иране, Египте, Катаре и Ираке. В результате переговоров Россия и Турция нашли компромиссное решение. Россия обязалась увеличить объем поставок газа, а Турция - оплачивать весь доставляемый газ, вне зависимости от своих текущих потребностей.

Для выполнения контрактных объемов поставок были необходимы инвестиции (табл.7.).

Таблица 7 – Инвестиции ОАО «Газпром» на стадиях строительства и эксплуатации газопровода

Год	Величина инвестиций, млн. руб.
2004	987
2005	1191
2006	1063
2007	895
2008	1232
2009	1603
2010	2093
2011	2682
2012	2632

В 2005 году в Геленджикском районе Краснодарского края была введена в эксплуатацию первая очередь компрессорной станции "Береговая", что создало техническую возможность для поставок в Турцию газа в полном

объёме. В 2007 году ситуация стала улучшаться и убыток составил 10 млн. руб., поставки начали расти и проект начал приносить прибыль.

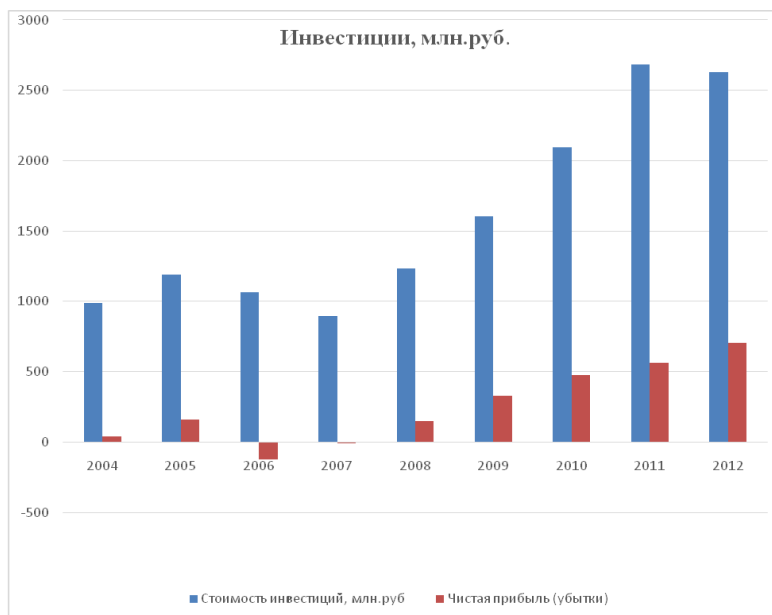


Рисунок 5. – Динамика инвестиций и чистой прибыли

Динамику прибыли «Голубого потока» можно проследить на графике (рис.5.). В 2006 году проект был убыточным и вклады были минимальными. С 2008 года ситуация начала стабилизироваться, инвестиции росли больше, прибыль начала расти в результате увеличения объёмов поставок газа.

Таблица 7 – Стоимость проекта (млн. руб.)

Год	Активы	Обязательства	Выручка	Прибыль(убыток)
2005	68177	63545	6704	(1483)
2006	62094	58336	6949	(501)
2007	57621	54115	6734	(39)
2008	69123	64330	7324	591
2009	69520	63245	7938	1322
2010	68844	60612	8249	1901
2011	71338	60750	8181	2242

20 12	6242 5	51992	8815	2816
----------	-----------	-------	------	------

В таблице 7 представлена динамика таких показателей проекта «Голубой поток», как активы, обязательства, выручка и прибыль (в доле ОАО «Газпром»).

В 2005 году убыток составил 1483 млн. руб. В 2006 году, по сравнению с предыдущим, чистый убыток снизился в 2,96 раза и составил 501 млн. руб. Выручка увеличилась на 3,65% и составила 6949 млн. руб. Активы снизились на 8,92% с 68177 млн. руб. до 62094 млн. руб. Обязательства на 31 декабря 2006 года так же снизились на 8,2% и составили 58336 млн. руб.

В 2007 году по отношению к 2006 году убыток снизился в 12,85 раз и уже составил 39 млн.руб. Выручка снизилась на 3,09% и составила 6734 млн руб. Заметим, что выручка снизилась, но убыток не увеличился, а стал все же меньше. Активы и обязательства снизились на 7,2%.

В 2008 году проект уже вошел в прибыль, и она составила 591 млн. руб. Выручка увеличилась на 8,05% по сравнению с предыдущим годом. Активы и обязательства заметно возросли. Активы увеличились на 16,6% до 69123 млн. руб. Обязательства возросли на 15,88% и составили 64330 млн. руб.

Ситуация стабилизировалась и к 2012 году она уже составляла 2816 млн. руб., это в 4,76 раз больше, чем в 2008 году. Это говорит о том, что проект уже работал в полную мощность и приносил доход. Выручка увеличилась на 16,9% и составляла 8815 млн. руб. Активы по сравнению с предыдущими годами стали меньше и составили 62425 млн. руб. Обязательства в 2012 году составили 51992 млн. руб.

Более наглядно эту ситуацию можно посмотреть на графике (рис.6). На рисунке более заметна динамика стоимостных параметров проекта «Голубой поток».

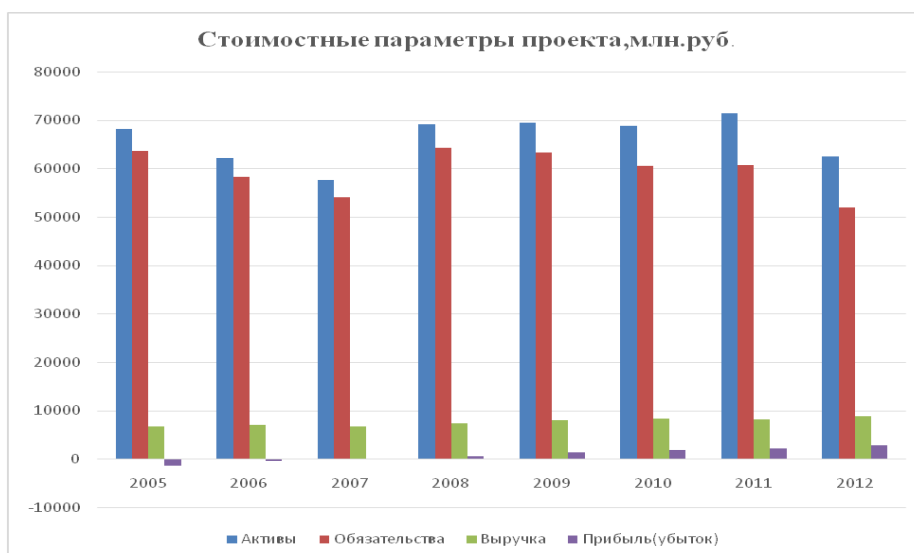


Рисунок 6 – Стоимостные параметры проекта

Проект был признан «Сделкой 2000 г.» в мире авторитетным изданием “The project finance magazine”. Он выделяется как более высокой степенью технологической и организационной сложностью, так и значительным количеством частных и государственных компаний из разных стран, задействованных в проекте. Отличительной чертой проекта является участие сразу трех экспортно-кредитных агентств и государственной компании иностранных государств, гарантировавших риски инвестирования в данный проект.

Список литературы

1. **И.А., Никонова.** *Проектный анализ и проектное финансирование.* Москва : Альпина Паблишер, 2012.
2. **Р.В., Черская.** *Финансы: Электронный ресурс.* Томск : ТУСУР, 2013.
<http://edu.tusur.ru/training/publications/3835>.
3. **К., Nevitt Peter.** *Project Financing/ Fifth edition.* London : Euromoney, 1989.
4. **D., Vinter Graham.** *Project Finance.* London : Sweet & Maxwell, 1995.
5. **Philippe, Benoit.** *Project Finance at the World Bank. An Overview of Policies and Instruments.* Washinton D.C. : World Bank Technical Paper, 1996.
6. **Yescombe, E.R.** *Principles of Project Finance.* 2002.
7. **И.И., Родионов.** *Проектное финансирование в России: интернет-курс.* Москва : ВШЭ, 2008.
8. **Gatti, Stefano.** *Project Finance: Theory and Practice.*
9. **ГЧП: Финансовые аспекты.** Астана : USIAD, 2012.

Классификация рисков и методов их снижения

Виды рисков	Примеры рисков	Способы снижения
Строительные	Задержка ввода проекта в эксплуатацию	Штрафные санкции подрядчикам и поставщикам; установление фиксированной стоимости строительства; обязанность заемщика покрыть все дополнительные расходы.
Производственные	Технический риск; экономический риск; превышение сметы затрат	Применение апробированной технологии; проведение дополнительной технической экспертизы; предоставление гарантий; страхование перебоев в производстве
Управленческие	Недостаточная квалификация	Согласование с кредиторами штата управляющего персонала
Сбытовые	Изменение цен и объемов рынков продукции	Заключение долгосрочных контрактов с покупателями; страхование ценовых рисков
Финансовые	Валютные рынки; изменение ставки процента по кредиту	Страхование валютных рисков; ограничение выплаты дивидендов; залог ТМЦ
Страновые	Политика и законотворчество государства	Госгарантии; проектные накопительные счета за границей; страхование экспортно-импортными агентствами
Наступление стихийных бедствий	Пожары, наводнения, землетрясения и т.п.	Страхование

Приложение Б

Плановый маршрут газопровода «Южный поток» и созданные Совместные проектные компании (СПК)



- в Болгарии — South Stream Bulgaria AD (по 50% у «Газпрома» и «Болгарского энергетического холдинга» ЕАД);
- в Сербии — South Stream Serbia AG (доля «Газпрома» — 51%, ГП «Сербиягаз» — 49%);
- в Венгрии — South Stream Hungary Zrt. (по 50% у «Газпрома» и MFB (в 2012 году партнером стала компания MVM Zrt.));
- в Словении — South Stream Slovenia LLC (по 50% у «Газпрома» и Plinovodi d.o.o.);
- в Австрии — South Stream Austria GmbH (по 50% у «Газпрома» и OMV);
- в Греции — South Stream Greece S.A. (по 50% у «Газпрома» и DESFA).

