

Министерство образования и науки Российской Федерации

ТОМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ СИСТЕМ
УПРАВЛЕНИЯ И РАДИОЭЛЕКТРОНИКИ (ТУСУР)

ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Курс лекций

Томск

2018

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 менеджмента ТУСУР

Васильковская Н.Б., составитель

Проектное финансирование: курс лекций/Н.Б. Васильковская – Томск, 2018.- 95 с.

Курс лекций рассматривает основы проектного финансирования как специфической формы финансирования инвестиционных проектов. Курс предназначен для студентов направления подготовки 38.03.02- 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.....	17
2.1 Участники проектного финансирования и формы их взаимодействия .	17
2.2 Механизм проектного финансирования.....	26
3 Финансирование проектов.....	29
3.1 Определение потребности в финансировании.....	29
3.2 Основные источники финансирования.....	31
3.3 Финансовая структура проектов.....	44
4 Риски в проектном финансировании.....	49
4.1 Классификация рисков проектного финансирования.....	49
4.2 Идентификация и управление рисками.....	54
5 ГЧП как форма проектного финансирования.....	56
5.1 Основные понятия и концепция ГЧП.....	56
5.2 Организационно-экономическое взаимодействие участников в проектах ГЧП.....	61
6 Изучение особенностей проектного финансирования на примере проекта «Голубой поток».....	69
Заключение.....	88
Сокращения, обозначения, термины и определения.....	89
Список использованных источников.....	90
Приложение А.....	92
Приложение Б.....	93
Приложение В.....	94
Приложение Г.....	95

ВВЕДЕНИЕ

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

Это относительно новый курс в учебных планах менеджеров, отражающий быстро развивающееся направление финансовой деятельности. Развитие проектного финансирования в России 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 в РФ являются международные проекты ОАО «Газпром», такие, как «Голубой поток», «Южный поток», «Северный поток», проект модернизация аэропорта Пулково, проект строительства и эксплуатации платной автомобильной дороги «Западный Скоростной Диаметр» в Санкт-Петербурге и многие другие. Это проекты разной степени сложности и концентрации капитала, с разнообразными целями, но общими у них являются принципы организации финансовых ресурсов. Часто в проектном финансировании задействовано большое количество участников, имеющих сложные структуры финансирования.

В связи со стремительным развитием проектного финансирования практика опережает теоретические исследования в РФ в этой области. В 2009г. создан Центр развития ГЧП - Ассоциация участников государственно-частного партнерства; проектные офисы создаются на уровнях организации, региона, правительства РФ; в регионах работают Агентства развития, Инвестиционные агентства, формируется правовая база для реализации

проектов государственно-частного партнерства (ГЧП) регионального и муниципального уровня.

Самостоятельных исследований, посвященных проблемам проектного финансирования, становится все больше.

В последние десять лет появились работы отечественных авторов, таких как И.И. Родионов, П.Ю. Старюк, В.Ю. Катасонов, В. Москвин, Бруссер П.А. и другие, но круг учебных отечественных материалов по курсу достаточно узок. Наиболее популярным вводным учебником можно назвать книгу Никоновой И.А., в которой изложены основы проектного финансирования (1). Наиболее известными авторами учебников по курсу «Проектное финансирование» являются E.R. Yescombe, A. Fight, P.K. Nevitt, Benjamin Esty, Henry A. Davis, Fousul Khan, Robert Parra, Stefano Gatti. Учебники E.R. Yescombe и A. Fight переведены, остальные доступны в оригинале на сайтах издательств США, Великобритании.

Основные проблемы курса представлены по самым публикуемым книгам известных авторов, по материалам финансово-кредитных учреждений и ассоциаций, заинтересованных в проектном финансировании. Для понимания особенностей проектного финансирования важным является изучение практики, поэтому в лекциях выделена отдельная глава для рассмотрения ярких примеров проектного финансирования в РФ.

1 СУЩНОСТЬ И СПЕЦИФИКА ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ¹

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. (2)

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. (3)

¹ Составлено по:

Э. Р. Йескомб. Принципы проектного финансирования. – Изд-во: "Вершина", — 2008 (Оригинал (англ.): "[Principles of Project Finance](#)" by E. R. Yescombe, P.347), Гл 1.

Э. Файт Введение в проектное финансирование. — М.: Интелбук, 2008. — 208 с. — (Библиотека Финематики). — ISBN 978-5-91157-004-0. (Оригинал (англ.): "[Introduction to Project Finance](#)" by A. Fight.), 2005, Гл. 1.

И.И., Родионов. Проектное финансирование в России: интернет-курс. Москва: ВШЭ, 2008.
Gatti, Stefano. Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. P. 436. – 2008 – Elsevier. - ISBN 978-0-12-373699-4, Ch.1

Ф. Бенуа в официальном издании Всемирного банка (4) 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» (5), 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 (5) называет следующие успешные направления проектного финансирования:

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 элементы, 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 кредиторам, или предоставляют ограниченные гарантии;
- вознаграждение инвестора и выплаты процентов 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, лицензий, прав собственности, и долг должен быть погашен полностью к этому моменту.

Рассмотрим эти элементы подробнее.

Создаётся проектная компания. Юридическое лицо проекта (Project Company, SPV, 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, проектная компания строит объект, в течение оговоренного времени управляет им, затем передает его другой компании и перестает существовать (в проектах типа BOT – Build - Operate - Transfer). Либо проектная компания осуществляет дополнительно к перечисленным функцию владения объектом до момента трансферта активов (при схеме BOOT – Build - Own - Operate - Transfer). Примером этой схемы может быть концессия, когда частный инвестор финансирует строительство объекта, затем владеет и управляет им, получая доход на вложенный капитал, и, в конце определенного срока, передает объект в собственность государства (при этом частный инвестор может сохранить функции оперативного управления) (б).

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 в качестве заемщика выступает только что созданное юридическое лицо, не имеющее ни кредитной истории, ни залоговой базы. Инвесторы проекта либо не несут ответственности (отсутствие регресса), либо несут ограниченную ответственность (ограниченный регресс) своим имуществом и активами, не связанными с проектом.

Финансирование с ограниченным регрессом подразумевает, что риски распределяются на тех участников, которые могут управлять ими. Например, на инвестиционной стадии риски, связанные с выполнением строительных работ, несет сам заемщик. Банк может брать на себя часть коммерческих, рисков на более поздних стадиях, когда объект уже сдан в эксплуатацию. Проектное финансирование с ограниченным регрессом на заемщика является наиболее распространенной формой проектного финансирования.



Финансирование без права регресса на заемщика — форма финансирования, при которой банк берет на себя весь объем рисков без каких-либо гарантий заемщика. Поскольку риск велик, то банк включает рисковую премию в ставку кредитования, в результате стоимость финансирования растет. Для снижения риска банки проводят тщательный отбор проектов, выбирая высоко прибыльные проекты с перспективным спросом, а также ориентируясь на опыт и надежность участников проекта. Такой подход не очень распространен в условиях экономической нестабильности.



Финансирование с полным регрессом на заемщика — это финансирование, при котором риски берет на себя заемщик. Поскольку риск для банка существенно ниже, чем в предыдущем случае, то стоимость финансирования будет ниже.

Вознаграждение инвестора и выплаты процентов по кредиту обеспечиваются денежными потоками, генерируемыми проектом. В условиях отсутствия гарантий или их ограниченности, денежные притоки от проекта являются единственным источником погашения кредитов и займов, а также выплаты дивидендов. Крупные проекты требуют больших инвестиций, но, так как крупные проекты уникальны, то ликвидность активов по ним низкая, и подход залогового обеспечения кредитов не работает. Вместо этого для кредиторов очень важно технико-экономическое обоснование проекта, в котором отражены прогнозы денежных притоков и оттоков; период возврата инвестиций; наличие гарантий.

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 (б). 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. Родионов И.И., Старюк П.Ю. (6) в своем Интернет-курсе «Проектное финансирование в России» выделяют следующие отличия проектного и корпоративного финансирования (табл.1.1)

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.

Таблица 1.1 - Сравнение проектного и корпоративного финансирования по (6)

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 (и 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

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. Сходства и отличия проектного и корпоративного финансирования Stefano Gatti (7) показывает в виде схемы (рис.1.1).



Рис. 1.1 – Сравнение проектного и корпоративного финансирования по (7)

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 больших сумм долгосрочных источников финансирования;
- эффективные механизмы распределения рисков;
- структурирование проектного финансирования, жесткие контрактные рамки являются способом снижения риска;

- привлечение в проект правительственных и известных международных организаций является способом снижения политических и страновых рисков.

Такие особенности проектной компании, как жесткие контрактные рамки, фиксированная тарифная и дивидендная политика, призваны обеспечивать защиту прав инвесторов.

Таким образом, в рамках проектного финансирования управление денежными потоками формализовано и подконтрольно инвесторам.

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 (5).

2 УЧАСТНИКИ И ИНСТРУМЕНТЫ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ²

2.1 Участники проектного финансирования и формы их взаимодействия

Э. Р. Йескомб в своей книге «Принципы проектного финансирования» (5) 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:

² Составлено по:

Э. Р. Йескомб. Принципы проектного финансирования. – Изд-во: "[Вершина](#)", — 2008 (Оригинал (англ.): "[Principles of Project Finance](#)" by E. R. Yescombe, P.347), Гл 1.

Э. Файт Введение в проектное финансирование. — М.: Интелбук, 2008. — 208 с. — (Библиотека Финематики). — ISBN 978-5-91157-004-0. (Оригинал (англ.): "[Introduction to Project Finance](#)" by A. Fight.), 2005, Гл. 1.

И.И., Родионов. Проектное финансирование в России: интернет-курс. Москва: ВШЭ, 2008.

- 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 является 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.

Финансовые институты. Выделяют несколько классов банков:

- международные банки, предоставляющие займы в иностранной валюте;
- национальные банки, предоставляющие национальную валюту для финансирования затрат на территории страны;
- экспортные кредитные агентства, которые могут выступать как кредиторы и/или гаранты по финансированию поставщиков оборудования;
- международные агентства, предоставляющие или гарантирующие кредиты развития (Мировой банк, Азиатский банк развития, ЕБРР и т.д.). эти агентства специально созданы для участия в финансировании инфраструктурных проектов в развивающихся странах. Они обычно

выполняют 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 привносят 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.

В состав консультантов могут входить финансовые советники, доверительные управляющие, инжиниринговые и проектировочные компании, архитектурные бюро, маркетинговые агентства и прочие.

Взаимодействие участников проекта. Особенностью проектного финансирования является множество участников, которые взаимозависят друг от друга. Взаимодействие участников проходит в рамках контрактов. Проектная компания создается как юридическое лицо, которое заключает контракты со всеми необходимыми участниками. Например, она ведет переговоры с органами власти, чтобы получить все необходимые разрешения и поддержку (разрешения на строительство и эксплуатацию объекта, лицензии на добычу полезных ископаемых, концессионные соглашения, меры господдержки в виде гарантий, налоговых льгот и т.д.). Она заключает соглашения с финансово-кредитными организациями о кредитах, гарантиях, страховании. (рис.2.1)

Yescombe E.R. выделяет две основные модели проектного соглашения, которые различаются способом генерирования денежных притоков проектной компании. К ним относят контракты с покупателями и концессионные соглашения.



Рис.2.1 - Структура проектного финансирования



Контракты с покупателями (off-take contract) применяются, если в проекте производится и реализуется продукция /услуга. Эти контракты представляют собой долгосрочные договора на закупку продукции или услуг (всей или части) по фиксированной цене. Примерами off-take могут служить: для проекта по созданию и эксплуатации электростанции - соглашение о покупке энергии по цене, установленной в соответствии с формулой долгосрочного ценообразования; для проекта по строительству платной автомобильной дороги - соглашение об уровне платы. Контракты с покупателями дают покупателю гарантию поставок, а проектной компании – гарантию сбыта продукции. В современной практике используется несколько разновидностей контрактов с покупателями: контракты «бери или плати» (take

or pay), «бери и плати» (take and pay), долгосрочные поставки, контракты хеджирования, контракты на разнице.



Контракты «бери или плати» означают, что покупатель обязан купить согласованный объем продукции по согласованным ценам или компенсировать выпадающие доходы проектной компании. В отличие от этой формы, контракт «бери и плати» позволяет оплачивать только полученный объем продукции по согласованным ценам. Такая форма применяется в контрактах на поставку сырья или топлива. Контракты долгосрочных продаж отличаются тем, что цены устанавливаются как среднерыночные, или на основе рыночных индексов. Этот тип контрактов широко используется в проектах, связанных с добычей полезных ископаемых, нефти и газа, и в нефтехимических проектах.

Концессионное соглашение с правительством или другим уровнем власти используется, если проект создан для оказания услуг публичному сектору, например, предоставление здания общественного стационара, или обеспечения услуг, альтернативных общественным (платные дороги). Используются также названия «соглашение на обслуживание», «проектное соглашение». Концессионное соглашение имеет много общего с контрактом на покупку продукции. Типовые формы проектных соглашений с госсектором приведены в таблице 4.

Контрактные рамки связывают всех необходимых для строительства и деятельности проекта участников. Некоторые типы контрактов приведены ниже, другие рассмотрены в примерах.



Контракты строительства «под ключ» (EPC-contract – Engineering, Procurement, Construction, в переводе «инжиниринг, поставка оборудования и строительство», сквозной контракт) заключают с подрядчиком. Этот тип контракта предусматривает оказание подрядчиком

полного комплекса услуг при строительстве объектов - от проектирования до пуско-наладки. Проект будет проектироваться и строиться по фиксированной цене и заканчиваться фиксированной датой. Если такой контракт заключен, то затраты по нему могут составлять до 75% от итоговой суммы. Наличие такого контракта существенно снижает вероятность строительных рисков. (5)



Контракты поставки (Supply Contract) – заключают с поставщиками сырья, материалов, топлива. Эти контракты обеспечивают поставку материалов для проекта в согласованных объемах, качестве и по согласованной цене, и могут включать различные договорные подходы.



Контракты на эксплуатацию и управление (O&M contract - Operation and Management) заключают с оператором для управления, обслуживания, эксплуатации на операционном этапе. Контракт передает ответственность за управление проектом после завершения строительства оператору. Оператором может выступать компания, специализированная на управлении. Привлечение международных компаний, имеющих опыт управления данным типом объектов в разных странах, снижает риски проекта.

Контракты на поставку оборудования определяют условия поставки и пуско-наладки оборудования, объемы и график платежей. С позиции минимизации рисков, сопутствующих поставке оборудования, хорошим вариантом расчётов является аккредитивная форма. Покупатель открывает безотзывной аккредитив на 30% от стоимости контракта, и после получения письменного уведомления о готовности оборудования к отгрузке, открывает второй безотзывной аккредитив на оставшиеся 70% стоимости контракта. Оплата поставщику производится в размере 80% от стоимости контракта после доставки товара в пункт назначения, 10% - после монтажа, 10% - после успешного запуска оборудования. Такая схема расчетов снижает риски и проектной компании, и банка.

Контракты хеджирования применяются на товарной бирже при сделке с маклерами, в общем виде представляют собой долгосрочные договора о продаже продукции в будущем. Это группа контрактов, различающаяся ценовыми параметрами. Возможна фиксация уровня цен, либо верхнего и нижнего предела их изменений.



Контракт на пропускную способность (throughput contract), или контракт на транспортировку, используется при финансировании трубопровода. Пользователь трубопровода соглашается на транспортировку определенного объема продукта за минимальную цену.

Кредитные соглашения заключаются между проектной компанией и кредиторами. Ключевыми вопросами являются вид валюты кредита, условия предоставления, план погашения, амортизация долга, выпуск облигаций, наличность для обслуживания долга. (8)

Особенностью контрактов в проектном финансировании является то, что основные контракты заключаются на проектной стадии и подписываются в один день, так как многие из них взаимосвязаны. Пересмотр существенных условий контрактов возможен лишь при форс-мажорных обстоятельствах. Такая жесткая политика управления вызвана стремлением снизить риски. Контракты, подписанные проектной компанией, обеспечивают поддержку финансирования и деление рисков.

Примеры взаимодействия участников показаны в п.6 для проекта «Голубой поток». Поскольку контракты определяются целями и условиями проекта и могут включать различные договорные подходы, то подробно вопросы контрактов следует рассматривать на примерах конкретных проектов.

Например, ключевыми договорами проекта транспортировки газа «Голубой поток» являлись:

- Соглашение о транспортировке газа между “Газпром”, SNAM (учредителями) и BSPC (проектной компанией);
- Контракты на поставку газа между “Газпром”, SNAM (учредителями) и BOTAS (потребителем);
- Контракты на проектирование, поставки, строительство между BSPC (проектной компанией) и генподрядчиками.

Выручка по контрактам обеспечивала погашение процентов по кредитам.

Контракт на транспортировку газа содержал жестко оговоренное обязательство “поставляй или плати”, которое вступало в силу с момента введения в действие трубопровода.

2.2 Механизм проектного финансирования

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

Первый этап относят к 50-м годам XX 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;
- сочетание 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.

В качестве ключевых инструментов проектного финансирования E.R. Yescombe (5) 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.

3 ФИНАНСИРОВАНИЕ ПРОЕКТОВ³

3.1 Определение потребности в финансировании

Потребность в финансировании основывается на плане затрат проекта. Бюджет затрат включает как капитальные, так и текущие производственные и финансовые затраты проекта за весь период его жизненного цикла. Yescombe (5) приводит типичный бюджет для производственного предприятия или инфраструктурного проекта:

затраты на разработку. Это затраты, которые осуществили либо инвесторы, либо сама проектная компания в период оформления финансовой документации.

расходы проектной компании. Эта статья включает расходы, понесенные после того, как финансовая документация подписана, и связанные:

- с оплатой персонала;
 - оплатой офиса и оборудования;
 - оплатой разрешений и лицензий;
 - оплатой услуг независимой инжиниринговой компании — технического консультанта проектной компании (для надзора за процессом строительства);
 - расходами на обучение и наем персонала (сюда также входят любые платежи подрядчика по эксплуатации и техническому обслуживанию);
- цена «сквозного» контракта;*

³ Основная литература:

Э. Р. Йескомб. Принципы проектного финансирования. – Изд-во: "Вершина", — 2008 (Оригинал (англ.): "Principles of Project Finance" by E. R. Yescombe), Гл. 2, 12.

Э. Файт Введение в проектное финансирование. — М.: Интелбук, 2008. — 208 с. — (Библиотека Финематики). — ISBN 978-5-91157-004-0. (Оригинал (англ.): "Introduction to Project Finance" by A. Fight.), 2005, Гл.1

страхование на стадии строительства;

расходы, связанные с запуском. Это расходы, связанные с оплатой топлива или сырья, которые необходимы подрядчику при тестировании и запуске проекта, до того, как заинтересованные стороны признают факт окончания работ; в некоторых проектах также возможно получить выручку при реализации продукции, произведенной в этот период времени;

первоначальное накопление запасных частей. Это расходы, связанные с организацией первоначального накопления запчастей (если они не включены в «сквозной» контракт);

оборотный капитал. Это капитал, необходимый для проекта, — денежные суммы на покрытие разницы во времени между выставлением счета проектной компанией на возмещение эксплуатационных расходов и получением доходов наличными. Первоначально оборотный капитал может быть рассчитан как расходы, которые проектная компания должна нести, пока не получит первых платежей от выручки. Они могут включать:

- расходы на покупку первоначального запаса топлива или сырья;
- расходы на содержание офиса и персонала;
- расходы по страховой премии, выплачиваемой на начальной стадии эксплуатации. Следовательно, изменения в размере требуемого оборотного капитала — это, как правило, результат значительного изменения в объемах продаж или закупок сырья, которое должно отразиться на общем денежном потоке;

налоги. Статья включает налоговые выплаты для различных проектных расходов, таких как НДС или налоги с продаж;

издержки финансирования, которые включают в себя:

- вознаграждения за согласование кредита и его размещение;
- расходы, связанные с регистрацией займа и его обеспечением;
- расходы, связанные с оплатой вознаграждения консультантов, которые представляют интересы заимодавцев (сюда входят расходы,

понесенные в период, предшествующий подписанию финансовой документации, а также после того, как она оформлена);

— процентные выплаты в период строительства;

— комиссионные вознаграждения;

— агентское вознаграждение по кредиту;

финансирование резервных счетов;

непредвиденные обстоятельства.

3.2 Основные источники финансирования

Проекты, в зависимости от их масштаба, сложности, длительности, финансируются с помощью различных комбинаций долговых и долевого инструментов.



Долговое финансирование, по определению, представляет собой средства, взятые займы. Основными особенностями долгового финансирования являются наличие таких параметров, как сроки возврата, процентная ставка, обеспечение, льготы, форма кредита. В проектном финансировании сроки возврата, вознаграждение инвестора и выплаты процентов по кредиту обычно привязаны к денежным потокам, генерируемыми проектом. Инвесторы не предоставляют гарантий кредиторам, или предоставляют ограниченные гарантии. Процентные ставки бывают фиксированными или плавающими. Например, плавающие ставки могут устанавливаться на $X\%$, выше какой-либо ориентирной ставки, такой как базовая ставка банковских кредитов или LIBOR. Фиксированные ставки устанавливаются на весь срок кредита на основе преобладающих ставок процента по аналогичным кредитам. Доход кредитора определяется размером процентов, начисленными на основную сумму долга.

Долговое финансирование может быть представлено такими формами, как *кредит, торговое финансирование, лизинг, облигации*.



Договор кредитования представляет собой соглашение, на основании которого банк или другой институциональный кредитор предоставляет заемщику денежные средства в размере и на условиях, предусмотренных договором, а заемщик обязуется возвратить полученную сумму и уплатить проценты на нее. Формы кредитов разнообразны и постоянно развиваются.

Коммерческие банки, как правило, предоставляют финансирование от 5 до 10 лет по плавающим процентным ставкам на базе LIBOR или же ставке «прайм-рейт» США (базовой ставке по краткосрочным кредитам первоклассным заемщикам на банковском рынке США). Иногда предоставляются кредиты с фиксированной ставкой сроком от 5 до 10 лет и даже более. Банковский кредит рассматривается как «старший долг», то есть долг с преимущественным правом требования. В структуре финансирования проекта «старший долг» занимает наибольшую долю, и обычно именно его привлекают в первую очередь. Как правило, «старший долг» составляет более 50 % всего объема финансирования. «Старший долг» подлежит первоочередному погашению в случае, если компания или проект вступили в фазу ликвидации. «Старший долг» включает две категории кредитов: *обеспеченный и необеспеченный*. Возможность получения необеспеченных кредитов зависит от общей кредитоспособности заемщика, в отличие от сделок с обеспечением высокого качества. Необеспеченные кредиты, как правило, предполагают наличие отрицательного по стоимости залога на активы, который формируется в целях запрета перезалога ликвидных и имеющих стоимость активов компании в пользу третьего лица на преимущественных правах по отношению к кредитору, предоставляющему необеспеченный кредит. Соглашение о необеспеченном кредите часто

содержит договоренности, ограничивающие права заемщика на новые инвестиции и привлечение новых кредитов, а также обязательств по выплате лизинговых платежей.

Кредит является обеспеченным, если активы, выступающие в качестве обеспечения, обладают стоимостью, а это означает, что такие активы обладают высоким уровнем рыночной ликвидности и могут быть легко обращены в денежные средства. У полностью обеспеченного кредита стоимость активов, обеспечивающих задолженность, равна сумме кредита или превышает ее. Кредитное решение определяется, главным образом, репутацией проектных менеджеров и спонсоров, а также вероятностью успеха проекта. Тем не менее, учитывается и стоимость залога, в качестве дополнительного источника погашения. Права залога рассматриваются кредиторами в качестве гарантии погашения кредита в том маловероятном случае, что кредит не будет выплачен за счет основной деятельности. Наличие прав залога ставит обеспеченный залог в более привилегированное положение по отношению к необеспеченному. В случае финансовых затруднений кредитор обеспеченного кредита, обладающий контролем над ключевыми активами проекта, вправе потребовать, чтобы обслуживание долга, основной суммы и выплата процентов по кредиту продолжались, даже если это будет означать, что необеспеченные кредиторы останутся ни с чем.

Для крупномасштабных проектов кредиты коммерческого банка, как правило, организуются в виде синдицированных банковских кредитов.



Синдицированный кредит — это кредит, предоставляемый заемщику двумя или большим количеством банков и регулируемый единым кредитным соглашением. Кредит организуется и структурируется организатором синдикации и управляется банком-агентом. В качестве организатора и агента могут выступать и участники синдикации. Каждый

участник предоставляет определенную долю кредита и получает соответствующую долю выплат.

Проектное финансирование разворачивается в два этапа: строительство и эксплуатация. В некоторых случаях, этапы строительства и эксплуатации регулируются разными соглашениями.

Строительный этап начинается, когда кредитор выделяет средства на строительную часть проекта (согласно соглашению о предоставлении кредита на строительство, после предоставления соответствующего запроса на выборку, сопровождаемого вспомогательной документацией, например, актами о выполнении работ). Поскольку на этом этапе выручка от основной деятельности отсутствует, процент, как правило, капитализируется.

Этап эксплуатации начинается по завершении строительства. Банки-кредиторы предоставляют средства (согласно условиям кредитного соглашения) обычно в день начала коммерческой деятельности. Поскольку отныне проект начинает генерировать выручку от реализации, появляется возможность выплачивать процент и основную сумму долга. Для начала будет разработан проектный график погашения кредита (амортизации кредита) на основе прогноза денежных потоков; фактические платежи, разумеется, будут зависеть от реальных денежных потоков. Чтобы сгладить влияние небольших колебаний в объемах денежных потоков, кредиторы могут выделить кредитную линию для финансирования оборотного капитала. Крупные нарушения графика выплат могут привести к реструктурированию кредита.

Рынок синдицированных кредитов является международным по своей природе, т. е. многие заемщики и проекты, получающие финансирование, носят интернациональный характер — их география охватывает Западную и Восточную Европу, Африку, Ближний Восток и т. д. (9). Кроме того, размещение этих крупномасштабных кредитов (например, на несколько сотен миллионов долларов) зачастую требует на рынке участия нескольких банков.

Размеры и темпы роста этого рынка обусловлены несколькими факторами:

– рынок носит международный характер, а не ограничивается пределами одной страны, что позволяет при организации новых кредитов оградить крупную сделку от накладываемых обременительных требований регистрации. А это, в свою очередь, позволяет существенно сэкономить на издержках организации кредита;

– международный рынок синдицированного кредитования превратился в оперативную, эффективную и гибкую сеть распределения, позволяющую успешно размещать крупные сделки и обеспечивающую их надлежащее оформление, и реализацию;

– это связано с тем, что синдицированные кредиты управляются, размещаются и продаются синдикатами. Во главе этих синдикатов стоят швейцарские, американские, европейские и японские банки, базирующиеся в Лондоне и имеющие доступ к обширным клиентским базам;

– международный рынок дает заемщикам доступ к более широкому и разнообразному кругу инвесторов, чем это было бы возможно в рамках местного рынка. Эта способность обращаться к различным источникам финансирования может сократить общие процентные издержки.

Международные финансовые организации, подобные Всемирному банку, обеспечивают финансовыми средствами проекты по развитию инфраструктуры по всему миру.

Кредитная программа. Кредиты, как правило, выдаются странам-членам для финансирования конкретных проектов. Для доказательства своей пригодности заемщик должен показать, что у него нет возможности получить ссуду на проект из другого источника на приемлемых условиях. Таким образом, банк рассматривается в качестве последней возможности найти долговой капитал. Кроме того, заемщику следует обосновать реализуемость

проекта с технической и экономической точек зрения и убедить банк в возможности погашения кредита.

Программа гарантий. Всемирный банк может предоставить гарантии. После долгового кризиса 1980-х годов и спада коммерческого кредитования в развивающихся странах, были организованы программы предоставления гарантий для повышения доступности источников финансирования. Программа гарантий обеспечивает кредиторов частного сектора ограниченной защитой против суверенных рисков неплатежей со стороны государств и некоторых форс-мажорных рисков.

Косвенная поддержка. Иногда участие Всемирного банка в проекте бывает крайне важным, даже если в финансовом смысле оно невелико, поскольку такое участие подтверждает соответствие ссуды финансовым и кредитным критериям Всемирного банка и тем самым повышает надежность проекта в глазах коммерческих банков. Таким образом, вмешательство Всемирного банка может повлиять на доступность средств из других финансовых источников, не связанных с самим этим банком.

Агентства экспортных кредитов. Агентства экспортных кредитов используют три метода предоставления средств организации-импортеру:

– прямое кредитование: простейшая схема, при которой условием получения кредита является приобретение товаров или услуг у компаний, расположенных в стране-организаторе агентства;

– финансовый промежуточный кредит: экспортно-импортный банк предоставляет финансовые средства финансовому посреднику, например, коммерческому банку, который, в свою очередь, предоставляет эти средства в кредит компании-импортеру;

– уравнивание процентной ставки: в рамках этой схемы коммерческий кредитор предоставляет кредит компании-импортеру по процентной ставке ниже рыночной и, в свою очередь, получает компенсацию от экспортно-

импортного банка в размере разницы между заниженной и коммерческой ставкой.

В проектном финансировании краткосрочные кредиты обычно рассматриваются как способ пополнения оборотных средств инвесторов, но не проектной компании, поэтому приравниваются к их собственному капиталу. Из видов краткосрочного кредитования проектной компании представляет интерес *бридж-финансирование*, которое представляет собой промежуточное финансирование в целях закрытия "кассового разрыва" до привлечения очередного долгосрочного кредита. Как правило, бридж-займы получают от уже сложившегося синдиката инвесторов, который финансировал компанию на предыдущих этапах. Кроме того, существуют особые венчурные фонды. Бридж-финансирование обычно осуществляется в форме долговых нот, с помощью которых компания может «дожить» до следующего раунда венчурного финансирования. После его завершения ноты должны быть оплачены и погашены.



Торговое финансирование – это финансирование, предоставляемое продавцом оборудования, подрядчиком или поставщиком услуг для проекта. Оно может принимать форму *кредита от поставщиков, лизинга, или гарантий для банков. Лизинг* – это вид финансовых услуг, связанных с кредитованием приобретения основных фондов. Лизингополучатель обращается в специализированную лизинговую компанию (лизингодателю), которая специально для него покупает требуемое имущество и передает его в долгосрочную аренду – иногда вплоть до окончательного износа предмета лизинга. Лизингополучатель в течение всего срока аренды осуществляет оговоренные платежи лизинговой компании, а в конце срока договора может выкупить имущество по остаточной стоимости. Лизинговая схема может давать ряд налоговых преимуществ, с учетом законодательства стран-участников сделки. Например, в РФ, в ситуации, когда используется лизинг,

компания фактически не становится собственником имущества. Ее арендные платежи полностью включаются в себестоимость и снижают налоговое бремя. Более того, для имущества, переданного в лизинг, в России предусмотрена ускоренная амортизация. Существует несколько типов лизинга в зависимости от формы организации сделки. *Финансовый лизинг.* Имущество приобретается лизингодателем специально для того, чтобы передать его в аренду лизингополучателю на срок, приближающейся к сроку эксплуатации и амортизации большей части его стоимости. Платежи по лизингу за этот период покрывают цену, заплаченную за это имущество. В конце срока действия договора, как правило, оно выкупается по остаточной стоимости и переходит в собственность лизингополучателя. *Оперативный лизинг.* Используется при небольших сроках аренды имущества. Например, тогда, когда срок службы приобретаемого оборудования значительно больше срока действия договора. По истечению периода лизинга договор продлевается или оборудование возвращается лизингодателю. *Возвратный лизинг.* В этом случае поставщик по договору о лизинге и лизингополучатель – одна и та же компания. Имущество продается лизингодателю и одновременно берется у него в аренду. Таким образом, например, получается кредит на стоимость используемого оборудования.

Облигации представляют собой долгосрочные процентные долговые инструменты, которые приобретаются на рынках капитала или путем частного размещения. Облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Выделяют сравнительные преимущества облигаций в отношении других инструментов:

- низкая стоимость заемного капитала (доходность корпоративных облигаций на 2-3% ниже, чем ставки по банковским кредитам, и на 4-6% превышает доходность по государственным ценным бумагам);
- отсутствие необходимости внесения залога;
- независимость от банка-кредитора;
- привлечение инвестиций без размыва прав собственности (в отличие от акций);
- отсутствие риска одностороннего изменения условий займа;
- формирование публичной кредитной истории и имиджа заемщика.

В каждой стране имеется свой набор факторов, влияющих на их распространенность. Например, в РФ существуют определенные налоговые преференции, в частности: возможность отнесения эмитентом процентов по облигациям на затраты, а также снижения налоговой базы за счет эмиссионных расходов. С другой стороны, длительность процедуры эмиссии достигает до полугода.



Некоторые финансовые инструменты часто называются «квази-инструментами» или «гибридными» долговыми или долевыми инструментами, поскольку они обладают чертами как долговых, так и долевого инструментов. Квази-инструменты могут включать в себя *субординированный конвертируемый долг, мезонинные инструменты и привилегированные акции с доходностью.*

Квази-инструменты являются привлекательной альтернативой традиционному долевого и долговому финансированию по ряду причин. Во-первых, с точки зрения спонсора, квази-инструменты не требуют отдавать контроль или голосующие права, как происходит в случае выпуска простых акций. Во-вторых, поскольку права требования на активы, которые предоставляются квази-инструментами, имеют более высокую очередность, чем акционерный капитал, то квази-долговой/долевой капитал имеет меньшую стоимость. В-третьих, этот вид финансирования обеспечивает

большую гибкость, поскольку он не предусматривает такие же ограничения, как традиционное долговое финансирование.

Субординированные кредиты имеют приоритет над акционерным капиталом при погашении долга, но имеют вторичное (подчиненное) отношение к коммерческим кредитам или другому старшему долгу с точки зрения прав требования на активы. Таким образом, ставка доходности по субординированным кредитам выше, чем у коммерческого или старшего долга, поскольку с ними связаны более высокие риски.



Субординированными принято считать кредиты, которые обладают следующими признаками:

- срок предоставления в пользование заемных средств составляет не менее 5 лет, а кредитный договор не может расторгаться сторонами до истечения указанного времени;

- возврат заемщиком взятого кредита и выплата процентов за пользование ним производится разовой суммой после окончания срока действия соответствующего соглашения;

- заложенные в кредитный договор условия кредитования (в том числе процентные ставки) не могут существенно отличаться от аналогичных показателей, сложившихся на финансовом рынке на момент заключения данной финансовой сделки;

- внесение изменений в договор, по ходу действия кредитного соглашения, как правило, не допускается;

- при ликвидации обанкротившегося субъекта, взявшего такой кредит, выполнение обязательств по нему осуществляется только после удовлетворения всех требований прочих кредиторов.

Таким образом, долговое финансирование может поступать из ряда различных источников, при этом коммерческие кредиты обычно расцениваются как старший долг, а все остальные виды долговых обязательств

– как субординированный долг. Тем не менее, приоритетность активов зависит от ряда факторов и определяется в кредитном соглашении между сторонами.



Мезонинное финансирование – это способ финансирования проектов, при котором инвестор предоставляет средства в виде долгового финансирования с одновременным приобретением опциона на приобретение акций заёмщика или SPV компании в будущем по определенной цене, возможно при наступлении определенных условий. Вот как описывает особенности мезонинного финансирования Фонд Hi Capital, который является единственным российским фондом мезонинного финансирования (10). Мезонинное финансирование — гибридный финансовый инструмент, имеющий признаки как банковского кредита, так и прямых инвестиций. Мезонинный долг имеет более слабую обеспеченность, чем банковские кредиты, что компенсируется повышенной доходностью. Поскольку мезонинный кредит в отличие от прямых вложений имеет обеспечение, требуемая доходность у инвестора существенно ниже, чем доходность, которую закладывают при вложениях фонды прямых инвестиций (табл.3.1)

Таблица 3.1 - Различия между финансовыми инструментами по (10)

?	Банковский кредит*	Мезонинное финансирование	Прямые инвестиции
Текущая ставка	12?-17%	14?-16%	—
Целевая доходность	12?-17%	20?-25%	30?-50%
Обеспечение	Активы с дисконтом 30?-40%	Акции компании Иногда активы по оценке без дисконта	Нет
Участие в деятельности	Косвенное	Косвенное	Прямое
База принятия инвестиционного решения	Способность обслуживать долг	Способность обслуживать долг и перспективы роста	Очевидные перспективы роста
Стратегия выхода	Погашение кредита	Исполнение опционов пут/колл и исполнение договора репо	Внешний инвестор, IPO

*Ставки указаны по продуктам проектного финансирования, инвестиционным кредитам сроком более 3-х лет, не обеспеченных залогом недвижимости или иных высоколиквидных активов, по состоянию на лето 2014 г.

Термин «мезонин» позаимствован в архитектуре. (Мезонин, итал. mezzanino - «промежуточный» - это надстройка над средней частью жилого дома). Ниша мезонина — между банковским кредитом и прямыми инвестициями. При мезонинном финансировании обслуживание долга происходит по ставкам, не превышающим ставки коммерческих банков. Дополнительная доходность обеспечивается за счёт участия в капитале компании и опционов (equity kicker). (рис.3.1).

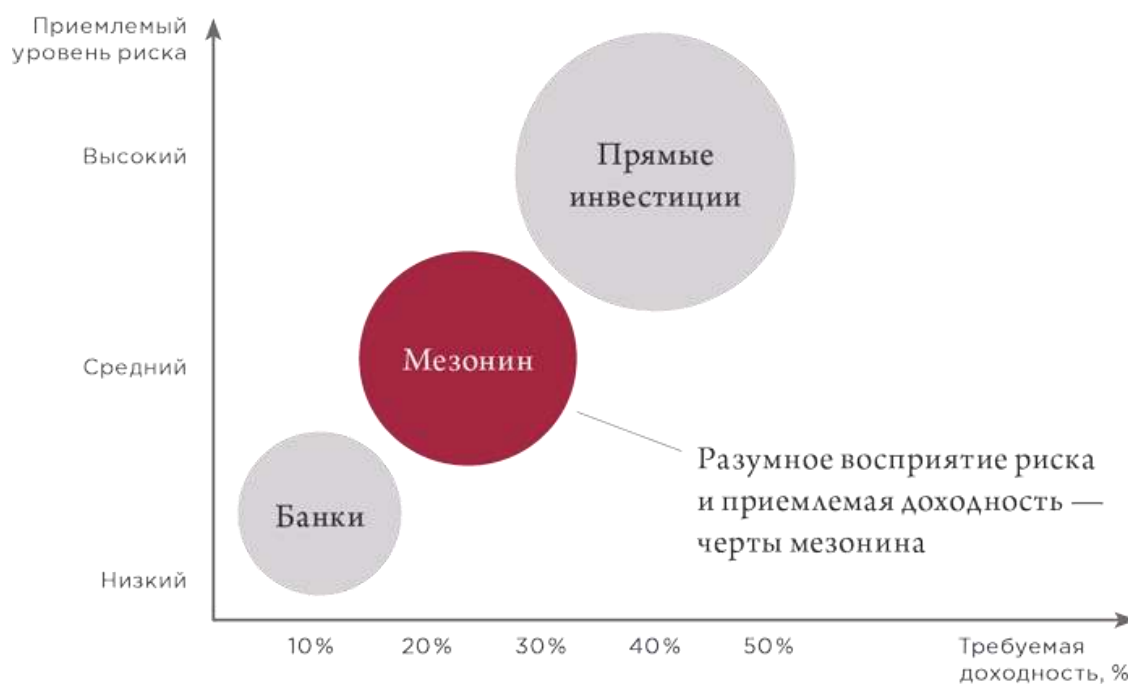


Рис. 3.1 - Соотношение риск-доходность форм финансирования (10)

Привилегированные акции. Привилегированные акции технически являются долевыми ценными бумагами, однако они обладают некоторыми характеристиками, аналогичными долговым ценным бумагам, и поэтому

могут быть отнесены к квази-долговым инструментам. Привилегированные акции имеют фиксированный размер дивидендов, как и у долговых инструментов, однако, в отличие от долговых инструментов, выплата вознаграждения производится по усмотрению руководства и невыплата дивидендов не приводит к дефолту компании. Тем не менее, дивиденды по привилегированным акциям должны выплачиваться до любых выплат держателям обыкновенных акций, и большинство, если не все, выпуски привилегированных акций содержат условие, согласно которому любые пропущенные выплаты дивидендов держателям привилегированных акций должны начисляться и выплачиваться в полном объеме до других выплат акционерам. В случае дефолта держатели привилегированных акций имеют очередность после держателей долговых обязательств, но перед держателями простых акций.



Долевое финансирование. Финансирование с помощью простых акций представляет собой долгосрочный капитал, который предоставляется инвесторами в обмен на акции, удостоверяющие долю собственности в компании или проекте. Ключевой особенностью, которая отличает капитал от долга, является право требования держателя акций на активы. Держатели акций получают дивиденды и доход от прироста стоимости, которые базируются на чистой прибыли и выплачиваются только после выплат всем держателям долговых обязательств. В случае дефолта акционеры имеют право требования на доходы и активы, которое является вторичным по отношению к правам держателей долговых обязательств. В то же время держатели капитала имеют неограниченную потенциальную доходность по сравнению с держателями долговых обязательств, чьи доходы от инвестиций ограничены процентами, которые начисляются на долговые обязательства. Долевой капитал может предоставляться спонсорами проекта, правительством,

частными инвесторами, являющимися третьими сторонами, или формироваться из внутренних источников денежных средств

Структура капитала представляет собой сочетание долговых и долевого инструментов, которые используются для финансирования проекта. Оптимальное соотношение всех компонентов достигается, когда минимизируются расходы на обслуживание привлеченных средств с учетом налогового законодательства. Долговой капитал «дешевле» акционерного капитала, поскольку он менее рискован в силу того факта, что держатели долга имеют преимущественное право требования на доходы и активы, и долговое финансирование предусматривает параметры, которые определяют управленческие действия.

Тем не менее, «оптимальный» уровень долгового и долевого финансирования проекта, а также источники финансирования зависят от ряда факторов, включая характер проекта, стадию его развития, доступ к финансовым рынкам и собственную финансовую стратегию спонсоров проекта. Структура капитала проекта не является статичной, и в разное время в течение проектного цикла могут быть использованы различные источники.

3.3 Финансовая структура проектов

Для проектного финансирования характерны длительные сроки проектов и высокая долговая нагрузка. Показатель «Долговой капитал/Долевой капитал» отражает, с одной стороны, дополнительные возможности от использования заемных средств, с другой – связанные с ними риски. Спонсоры проекта не могут профинансировать проект полностью за счет долевого капитала (СК), и такая задача не стоит. Более того, чем ниже доля собственного капитала, тем выше его рентабельность, поэтому основной задачей ставится определение рациональной структуры капитала. Поскольку акционерный (долевой) капитал часто является более дорогим источником, то

речь идет о его минимизации. В зависимости от сочетания риска и доходности соотношение долга и собственного капитала варьируются в широких пределах. Например, (6) приводит следующие данные для США:

- 90/10 для инфраструктурных проектов, для которых заключено проектное соглашение и нет риска использования (общественная больница, тюрьма);
- 85/15 для проектов, связанных с производственным предприятием или электростанцией, для которых подписан контракт на продажу произведенной продукции;
- 80/20 для инфраструктурных проектов, с риском использования (платная дорога);
- 70/30 для проектов, связанных с добычей полезных ископаемых;
- 50/50 для проектов, связанных с производственным предприятием или электростанцией, для которых не заключены ни контракт на продажу произведенной продукции, ни контракты на хеджирование.

Факторы, влияющие на выбор структуры финансирования. На выбор структуры финансирования оказывают влияние такие факторы, как этап проекта, налоги, стоимость капитала.

Влияние этапа проекта. Очевидно, что на тех этапах, где отсутствуют денежные притоки, риски выше, и выше цена капитала. Максимальные риски приходится на этапы строительства и начало реализации. Нарушение графика строительства объектов, перерасход средств вызывают нарушения всех последующих контрактов и угрозу срыва проекта. Поэтому инвесторы на этом этапе требуют высокую цену за свой капитал. (рис. 3.2)

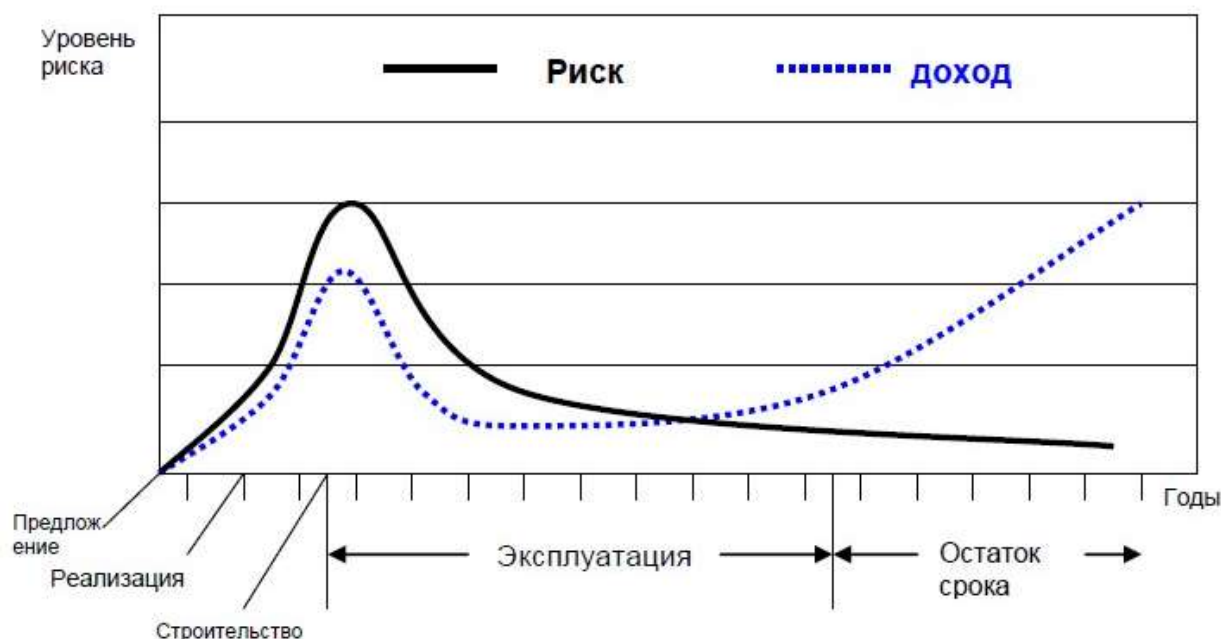


Рис. 3.2 – Динамика рисков и доходов по жизненному циклу проекта (12)

Влияние налогов. В зависимости от законодательства и условий государственной поддержки, налоги и формы налоговых льгот могут повлиять на прибыль и стоимость капитала. Одна из распространенных налоговых преференций в крупных международных проектах – это возможность отнесения процентов по долгу на налоговые вычеты. Вычеты могут существенно снизить общую стоимость капитала.

Рассмотрим расчёт средневзвешенной стоимости капитала (WACC) для случаев долевого и долгового финансирования с учетом и без учета налоговых льгот.

Исходные данные:

стоимость долевого капитала 20%;

стоимость долгового капитала 14%;

проект может быть профинансирован за счет эмиссии акций, без привлечения долга (вариант А).

Рассматривается также альтернатива - 60% стоимости проекта финансируется за счет долговых источников, 40% - за счет акций (вариант В).

При финансировании проекта за счет эмиссии акций (долевого капитала) средневзвешенная стоимость капитала будет равна 20%:

$$WACC_A = 20\% * 1 = 20\%$$

При финансировании проекта за счет эмиссии акций (40% от всех источников финансирования) и долга (60%) WACC снижается:

$$WACC_B = 20\% * 0,4 + 14\% * 0,6 = 16,4\%.$$

Стоимость долга меньше стоимости акционерного капитала, и у спонсоров есть стимул использовать долговой капитал вместо долевого. Можно было бы предположить, что весь проект выгоднее профинансировать за счет долевого капитала полностью, но кредиторы хотят быть уверенными, что в проект инвестированы и собственные средства проектной компании, что снижает их риски.

Вариант С - та же структура финансирования, но есть льгота - проценты по долгу можно отнести на налоговые вычеты. Обеспечивается снижение WACC до 14,72% (при ставке налога на прибыль -20%):

$$WACC_C = 20\% * 0,4 + 14\% * 0,6 * (1 - 0,2) = 14,72\%.$$

Другой вариант налоговых преференций – предоставление отсрочки по уплате налога на прибыль – может создать стимулы к сокращению долевого финансирования в краткосрочной перспективе. Исходные данные приведены в табл.3.2, там же показано влияние отсрочки по уплате налога на прибыль и структуры финансирования на отчет о прибылях и убытках проекта.

Таблица 3.2 – Отчет о прибылях и убытках

	проект А	проект В	проект В
	60%долг	10% долг	отсрочка по налогу
Капитал	500	500	500
Доходы	150	150	150
Расходы	100	100	100
Доходы до процентов и налогов (ЕВТ)	50	50	50
минус %	18	3	3
Доходы до налогов (ЕВТ)	32	47	47
минус налог 30%	9,6	14,1	0
Чистая прибыль (ЕАТ)	22,4	32,9	47
Рентабельность собственного капитала (ROE)	11%	7%	10%

Проект А, в котором отношение долгового капитала к долевному (ЗК/СК) равно 60%/40%, имеет меньшую чистую прибыль, но обеспечивает акционерам рентабельность акционерного капитала (ROE) на уровне 11%. В проекте В чистая прибыль выше, но больше налоговых расходов и более низкий ROE - на уровне 7%. При наличии отсрочки по уплате налога на прибыль ROE Проекта В возрастает до 10% за счет освобождения от налогов.

4 РИСКИ В ПРОЕКТНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ

4.1 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. (6) предлагает классификацию рисков которую выстраивает как пирамиду (табл.4.1).

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 4.1 - Классификация рисков проектного финансирования по (6)

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

Политические риски – это риски, связанные с существенным изменением политической ситуации и изменениями 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 отражает процессы и события в отрасли, которые могут повлиять на стоимость проекта. К ним относят новые товары, новые конкуренты, ценовые влияния на готовую продукцию и сырье, административные барьеры или протекционизм.

Например, Родионов И.И. (6) при оценке отраслевых рисков проектов, связанных со строительством транспортной инфраструктуры для нефти и газа, предлагает 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 отражает уровень квалификации топ-менеджмента проектной компании. При управлении этими рисками акцент ставится на выбор контрагентов. Основными критериями их отбора являются успешный опыт участия в крупных проектах, владение современными технологиями, независимая экспертиза. Способами снижения рисков являются:

- «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» (6).

Существует категория рисков, связанная с конечными потребителями. Данная категория связана как с риском падения спроса, так и с риском неблагоприятного изменения цен. Способами снижения рисков в данном случае являются заключение долгосрочных контрактов с крупными потребителями, с фиксированными значениями цен и объемов продаж. Родионов И.И. (6) предлагает контракты «типа take-or-pay, когда покупатель обязан заплатить определенную в контракте сумму, независимо от реально выбираемого (потребляемого по факту) объема продукции».

Категория риска поставщика связана с возможностью нарушений в сроках, качестве или объемах поставок. Последствиями срыва условий поставок могут быть:

- нарушение сроков строительства или производства;
- незапланированные изменения стоимости строительства;
- несоблюдение требований к качеству продукции;
- нарушение планов денежных притоков и оттоков проекта.

К способам снижения рисков относят контракты; избегание ситуации зависимости от единственного поставщика; страхование.

Риск спонсоров и инвесторов связан с нехваткой в нужный момент времени нужного количества денежных средств. Как правило, заемный капитал привлекается на условиях софинансирования, поэтому считается, что минимально необходимым является наличие 15-20% инвестиций. Задержки в финансировании нарушают календарные планы реализации проекта и влекут за собой цепь санкций. По оценкам, «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» (6). Риски этой категории также включают в себя факторы, связанные с личностью спонсора, примерами могут выступать М. Ходорковский, М. Гуцериев, и др.

Риск генерального подрядчика. Генеральный подрядчик отвечает за сроки, качество, стоимость работ по строительству объекта. Часто с генеральным подрядчиком заключается контракт строительства объекта под ключ, что подразумевает его обязательство сдать проектной компании готовый объект. Генеральный подрядчик привлекает субподрядчиков, выполняющих отдельные виды работ. Наличие дополнительных участников может увеличивать риски генерального подрядчика.

Основные механизмы распределения и снижения рисков генерального подрядчика заключаются в том, что генеральный подрядчик несет полную ответственность за привлекаемых субподрядчиков. Также имеет значение тендерный отбор. Для снижения риска оценка качества и приемка работы генерального подрядчика осуществляются как непосредственно проектной

компанией, так и различного уровня государственными органами. Основной гарантией в отношениях генерального подрядчика с контрагентами 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 снижает риски генерального подрядчика.

4.2 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 (11), 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.

Таблица 4.2 –Матрица рисков

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	Дозможно 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

5 ГЧП КАК ФОРМА ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

5.1 Основные понятия и концепция ГЧП

Взаимодействие государства и частного сектора для решения общественно значимых задач имеет давнюю историю. Термин «государственно-частное партнерство» (ГЧП, Public Private Partnership) появился в начале 90-х годов двадцатого века в Великобритании. В 1992 году правительство Великобритании объявило о «частной финансовой инициативе», сущность которой состояла в передаче частному сектору функции финансирования объектов социально-культурной и производственной инфраструктуры, находящихся в государственной собственности.

В широком смысле формы ГЧП – это любые взаимовыгодные формы взаимодействия государства и бизнеса:

- государственные контракты на выполнение работ и оказание услуг;
- государственные контракты на управление;
- финансовая аренда (лизинг);
- частное финансирование;
- государственно-частные предприятия;
- соглашения о разделе продукции (СРП);
- концессионные соглашения; приватизация.

Для первых форм характерной чертой является государственная собственность, низкий уровень частного финансирования и низкий уровень риска для частного сектора. Уровни частного финансирования и риска частного инвестора возрастают для форм, расположенных в конце перечня. Формы ГЧП в соответствии с законодательством РФ приведены в приложении Г.

Большое количество определений ГЧП в литературе связано с многообразием его форм. Например, «ГЧП идентифицируется с приватизацией и рассматривается как особая ее форма - косвенная

приватизация» (12). Частным компаниям в рамках проектов передаются полномочия финансирования, проектирования, строительства, владения и эксплуатации государственных предприятий. То, что не является приватизированным и не национализированным институтом согласно нахождению на границе государства и частного партнера, это своего «"третий путь", позволяющий использовать политические по сути формы улучшения предоставления населению общественных благ» (13)

«Самой разумной следует признать рассуждение ГЧП как полноценную замену приватизационных программ, допускающие реализовать потенциал частнопредпринимательской инициативы, с одной стороны, и сохранить контрольные функции государства в социально значимых секторах экономики - с другой». (14)

В партнерстве право собственности сохраняется за государством.

Более общее определение дает Всемирный банк: «ГЧП - это соглашение между публичной и частной сторонами по поводу производства и оказания инфраструктурных услуг, заключаемые с целью привлечения дополнительных инвестиций и, что еще более важно, как средство повышения эффективности бюджетного финансирования» (15)

Известный специалист в сфере проектного финансирования Э.Р. Йескомб определяет ГЧП как «контрактные отношения, в рамках которых частный сектор предоставляет услуги государству или от его имени, это способ организации закупок и поддержания в рабочем состоянии инфраструктуры (16).

ФЗ 224 в ст.3 дает следующее определение ГЧП: «Юридически оформленное на определенный срок и основанное на объединении ресурсов, распределении рисков сотрудничество публичного партнера, с одной стороны, и частного партнера, с другой стороны, которое осуществляется на основании соглашения о государственно-частном партнерстве, соглашения о муниципально-частном партнерстве, заключенных в соответствии с

настоящим Федеральным законом в целях привлечения в экономику частных инвестиций, обеспечения органами государственной власти и органами местного самоуправления доступности товаров, работ, услуг и повышения их качества» (17)

Актуальность ГЧП связана с тем, что с одной стороны, бюджет государства не всегда в состоянии финансировать широкий круг общественно-значимых проектов, с другой стороны – бизнес заинтересован в новых объектах для инвестирования с государственными гарантиями. ГЧП позволяет публичному партнеру полностью или частично переложить на частного партнера обязательства по финансированию создания объекта инфраструктуры, а также разделить или полностью передать частному партнеру риски удорожания строительства, качества проведенных строительных работ, несоблюдения сроков ввода объекта в эксплуатацию, качества технического обслуживания, риски выручки и пр.

Специалисты Центра ГЧП РФ выделяют критерии, которым должно удовлетворять ГЧП, независимо от формы (18):

- «долгосрочный характер партнерства (более 3 лет), «в среднем по статистике концессионные соглашения в России заключаются на срок 13,1 года;
- распределение рисков и ответственности между партнерами за счет привлечения частного партнера не только к созданию объекта, но и к его последующей эксплуатации и/или техническому обслуживанию;
- полное или частичное финансирование создания объекта общественной инфраструктуры частным партнером».

Главным отличием ГЧП от государственного заказа является обязательное финансирование объекта частным партнером/ концессионером, при этом публичный партнер/ концедент вправе возмещать часть затрат, понесенных на создание объекта соглашения, а также реализовать полное или частичное финансирование затрат, связанных с эксплуатацией и/или техническим обслуживанием объекта соглашения.

На рисунке 5.1 представлены графики финансирования инфраструктурного проекта публичным партнером (из средств бюджета) в случае «классического» государственного заказа и в случае реализации с использованием механизмов ГЧП с частичной компенсацией из средств бюджета.

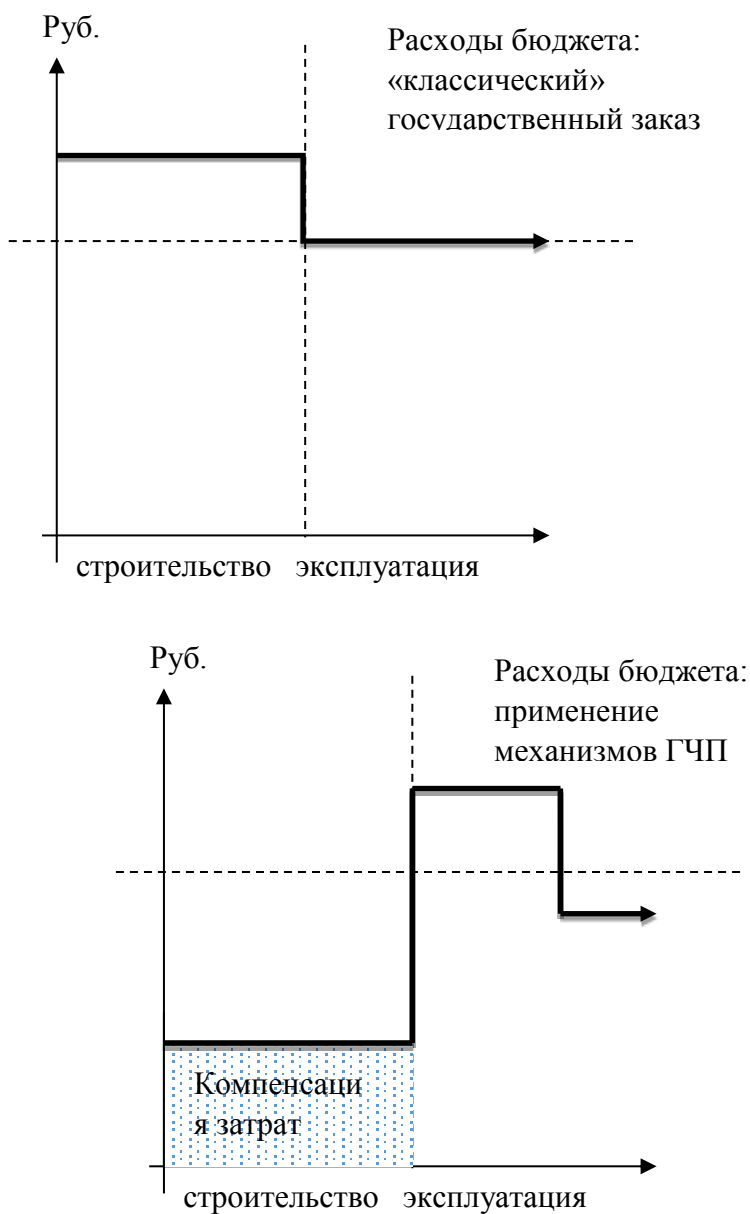


Рис. 5.1- Графики финансирования инфраструктурного проекта публичным партнером (из средств бюджета)

Преимущества ГЧП для публичного сектора и инвестора представлены в таблице 5.1.

Таблица 5.1- Основные преимущества применения механизмов ГЧП.

Преимущества ГЧП для публичного сектора	Преимущества ГЧП для инвестора
Возможность привлечь частного инвестора к финансированию создания объекта позволяет реализовывать инфраструктурные проекты даже в условиях отсутствия бюджетных средств, «в рассрочку» без увеличения долговой нагрузки.	Возможность переложить часть рисков выручки на публичного партнера (применение: минимальной гарантии доходности, платы за доступность и других механизмов гарантии возвратности).
Возможность объединения в рамках одного проекта различных этапов (проектирование, строительство и эксплуатация) позволяет повысить качество создаваемого объекта и снизить риски завышения стоимости строительства и эксплуатации.	Возможность инвестировать в долгосрочный проект с фиксированной доходностью под гарантии/обязательства государства.
Возможность приобретать не объект, а услугу с выплатами, привязанными к объему и качеству ее оказания, что также способствует развитию конкуренции на рынке социально значимых услуг.	Возможность увеличивать свою выручку по проекту за счет оказания дополнительных платных услуг и/или применения различных решений, снижающих затраты.

Расчет бюджетной эффективности реализуется только в целях привлечения бюджетных средств, но не отражает сущность эффективности проекта ГЧП. На рисунке 5.2 изображен график расходов ОГМУ «традиционного» бюджетного подхода и использования ГЧП. Применение ГЧП снижает бюджетные расходы на стадии строительства. Проектные риски, принятые на себя частным партнером, компенсируют завышенные расходы бюджета. Возврат инвестиций реализуется за счет бюджета, а также за счет оказания платных услуг населению или полностью за счет тарифа (ТБО, вода, свет).

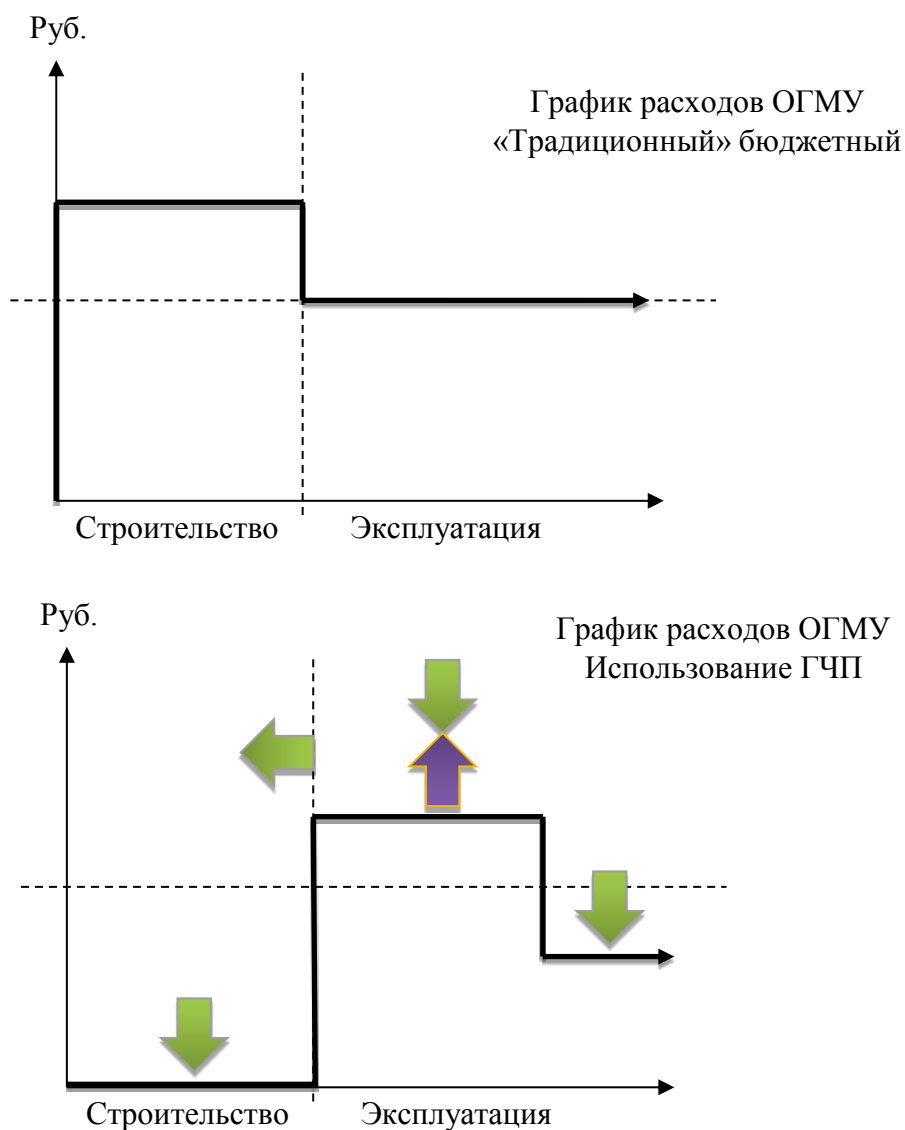


Рис. 5.2 - Принципы бюджетной эффективности проектов ГЧП

5.2 Организационно-экономическое взаимодействие участников в проектах ГЧП

Поскольку ГЧП является по сути контрактными отношениями, то в мировой практике давно сложились формы проектных соглашений с госсектором. Все они отражают особенности концессионных соглашений для строительных проектов. Типовые формы проектных соглашений с госсектором приведены в таблице 5.2.

Таблица 5.2 – Модели ГЧП (11)

№	Сокращение	Расшифровка	Функции частного инвестора
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 п. 1, но право собственности на время действия контракта принадлежит частному партнеру
		(Построй - Владей - Управляй - Передай)	
3	*BTO	Build, Transfer, Operate	Аналогично п. 1, но 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	Аналогично п. 2, но по истечении срока соглашения объект остается в собственности частного партнера.
		(Построй - Владей - Управляй)	
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 (Спроектируй - Построй - Владей - Управляй - Передай)	Аналогично п. 2, но в обязанности частного партнера входит и проектирование объекта соглашения.
7	DBFO	Design, Build, Finance, Operate	Акцент на обязанности частного партнера финансировать строительство и мероприятия по обслуживанию. Публичный партнер возмещает и здержки регулярными платежами.
		(Спроектируй - Построй - Финансируй - Управляй)	

На рисунке 5.3 представлена схема концессионного соглашения, которая отражает характер взаимодействия его участников. Концессионер создает/

реконструирует объект концессионного соглашения, использует объект в течении срока соглашения, после чего право собственности передается концеденту. Возврат инвестиций обеспечивается за счет включения в тариф на услугу инвестиционной составляющей.

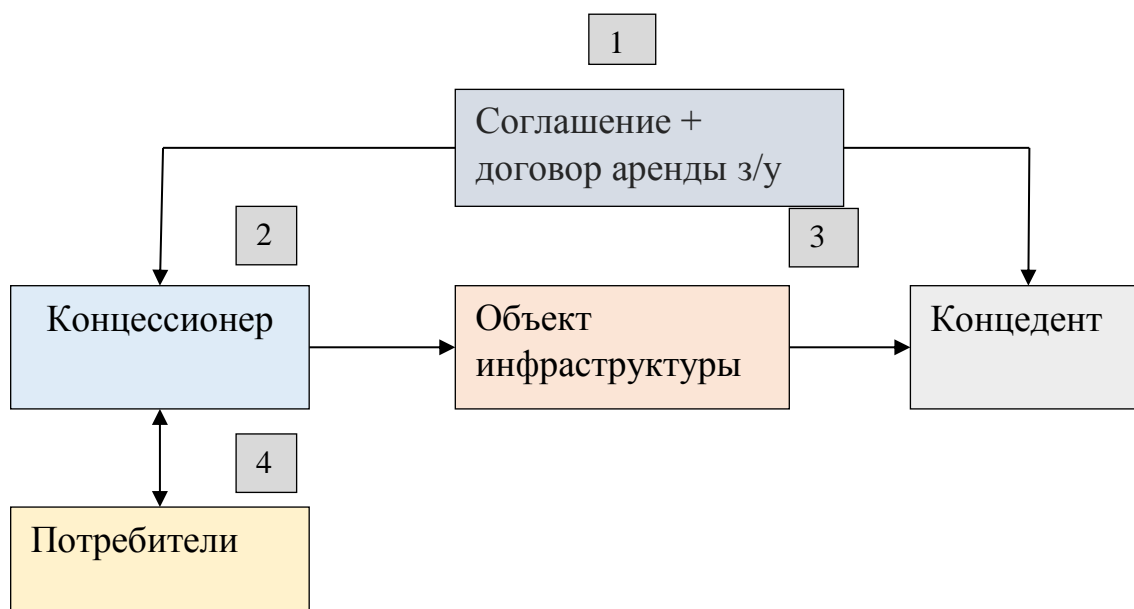


Рис. 5.3 - Концессионные соглашения [17]

На схеме (рисунок 5.4) изображена реализация соглашения о ГЧП. Участники соглашения заключают соглашение и договор аренды земельного участка, частный партнер создает/реконструирует объект, право собственности на объект может оставаться у частного партнера, но после окончания срока соглашения частный партнер должен передать право собственности публичному партнеру. Частный партнер имеет возможность обслуживания объекта, но без обязательств по эксплуатации, то есть без оказания услуг потребителям.

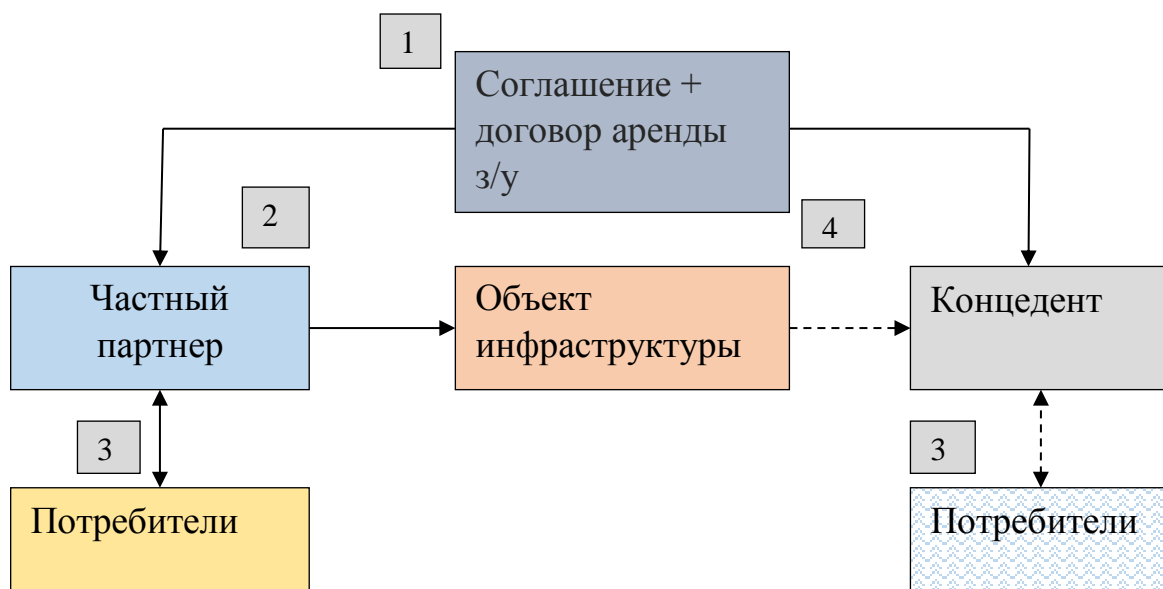


Рис. 5.4 - Общая схема реализации соглашения о ГЧП [17]

В Постановлении Правительства РФ № 1087 от 28.11.2013 указаны ситуации, при которых необходимо заключать контракт жизненного цикла, то есть контракт, который оговаривает не только закупку товара, но его дальнейшее обслуживание, ремонт, а также утилизацию.

На рисунке 5.5 изображена общая схема контракта жизненного цикла. Платежи по контракту лежат на исполнителе (частном партнере), платежи вносятся равными долями в течении срока контракта. Исполнитель проектирует и строит объект согласно контракту, право собственности находится на заказчике.

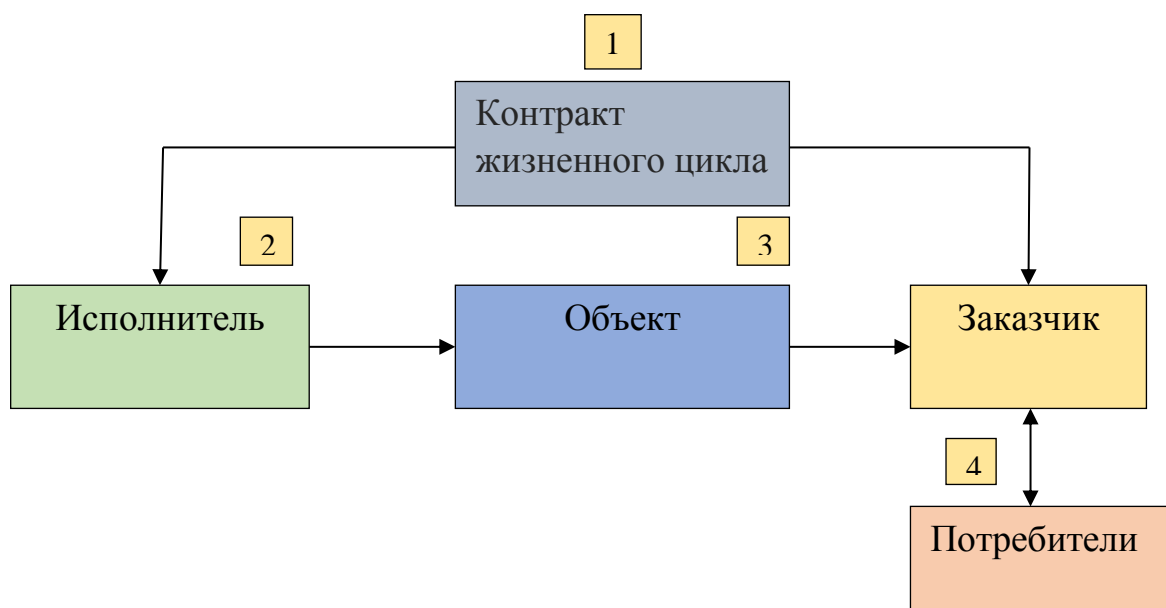


Рис. 5.5 - Общая схема реализации контракта жизненного цикла [17]

Форма соглашения о строительстве объектов недвижимости заключаемая инвесторами с органами местного самоуправления, которые находятся в государственной или в муниципальной собственности, могут быть переданы в аренду, это договор аренды с инвестиционными обязательствами.

На рисунке 5.6 представлена общая схема реализации инвестиционных обязательств. Договор аренды на объект недвижимости передается частному партнеру, частный партнер реконструирует, модернизирует или реставрирует объект инфраструктуры и может его использовать в течении срока заключения соглашения. После завершения строительства объект передается в муниципальную собственность.

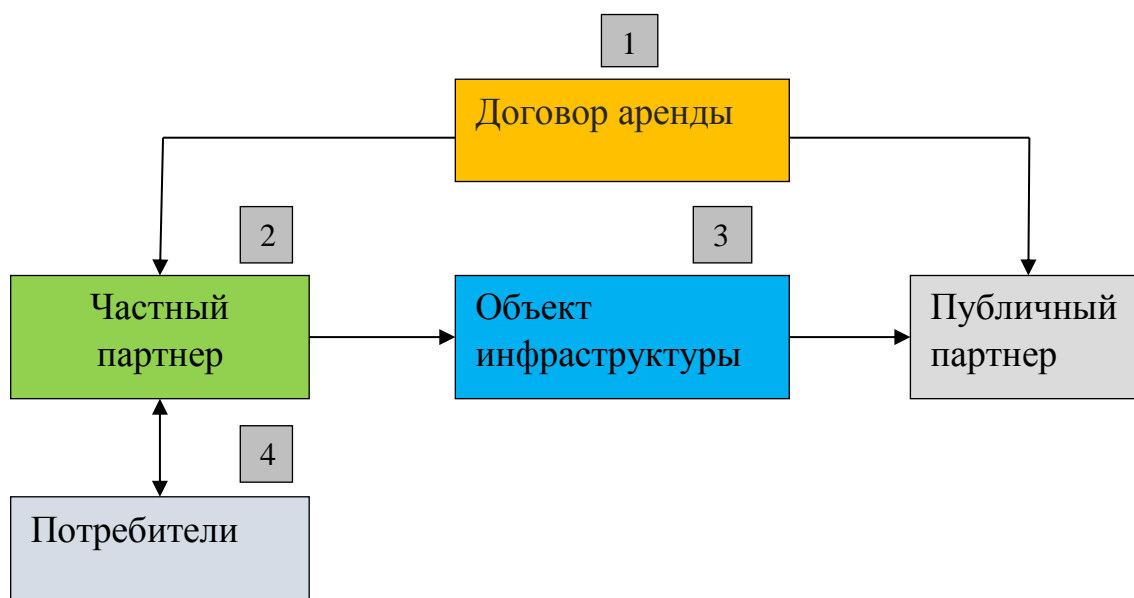


Рис. 5.6 - Общая схема реализации инвестиционных обязательств [17]

Партнеры, участвующие в создании объекта инфраструктуры, составляют договор в рамках корпоративных систем закупок.

На рисунке 5.7 изображена общая схема реализации корпоративных закупок. Составляется договор поставки товаров, работ, услуг в рамках корпоративной системы закупок. Далее передается имущество и платежи исполнителю (частному партнеру) в соответствии с договором. Частный партнер создает объект и имеет право пользования объектом согласно условиям договора. Право собственности остается у заказчика.

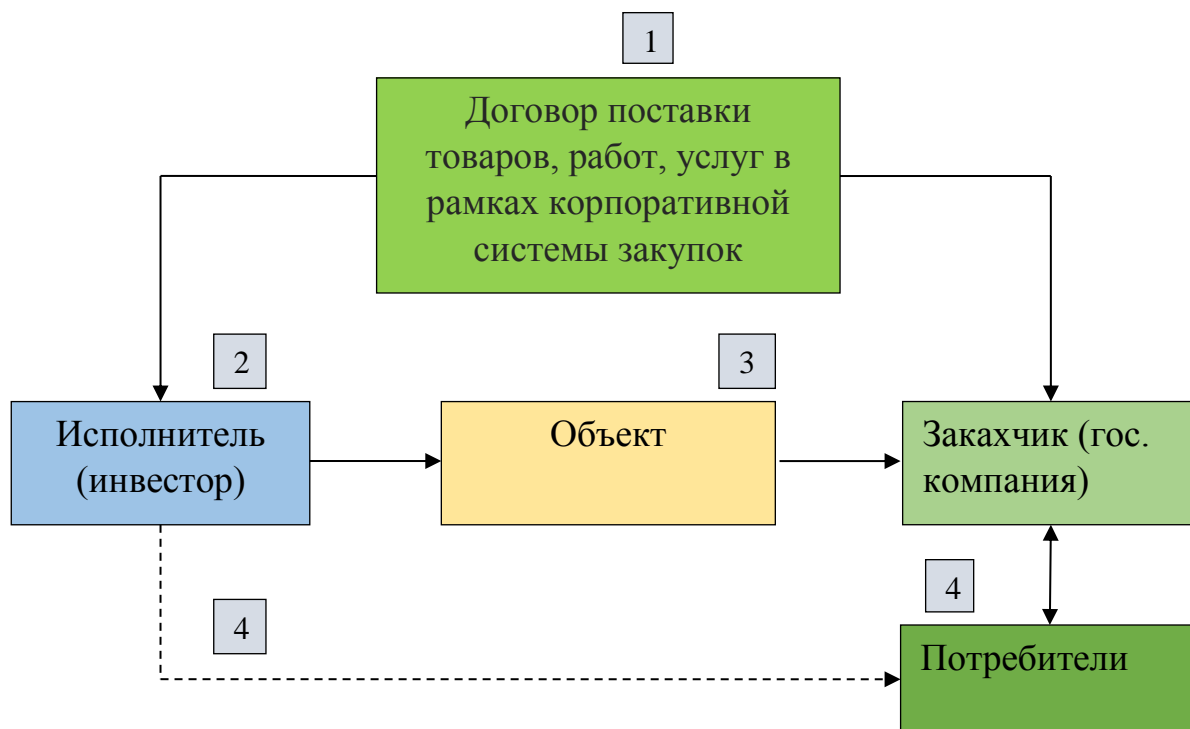


Рис. 5.7 - Общая схема реализации корпоративных закупок [17]



Таким образом, ГЧП – это совокупность форм средне- и долгосрочного взаимодействия государства и бизнеса для решения общественно значимых задач на взаимовыгодных условиях. Области применения ГЧП:

- 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.

Взаимодействие государства и бизнеса в рамках ГЧП многоаспектно и включает проблемы собственно взаимодействия (формы ГЧП, конкурсное производство), проблемы стоимости, финансирования проектов и оценки эффективности расходования средств госсектора; проблемы управления рисками, и многое другое. ГЧП как подход к управлению инфраструктурными проектами не является завершенным, постоянно появляются новые программы поддержки проектных ГЧП-инициатив, развивается законодательная база, вовлекаются субъекты Федерации и муниципальные образования.

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.

Соисполнителем 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 промышленную 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 ПК 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 (рис.6.1).

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

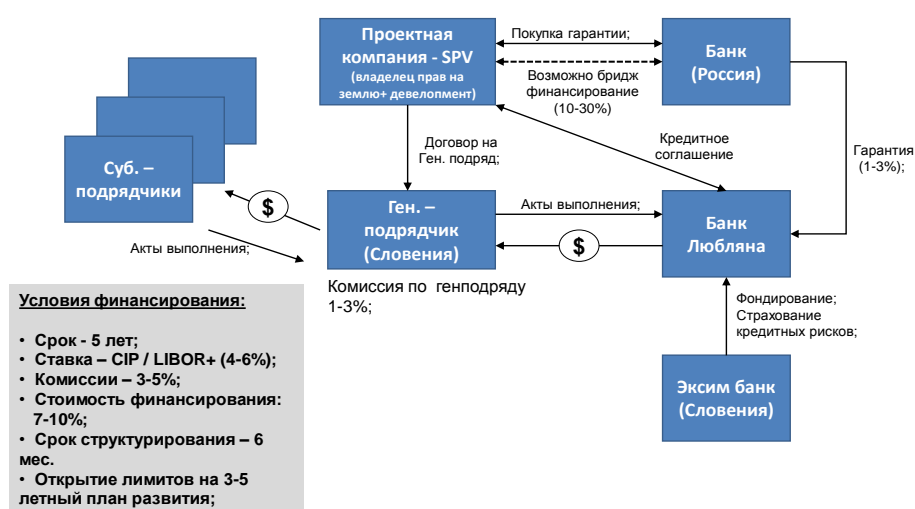


Рис.6.1 – Схема внешнеторгового финансирования строительства

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 6.1 – 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.

Таким образом, долговое финансирование проекта в обобщенном виде можно представить в виде таблицы 6.2

Таблица 6.2 – 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.

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. 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 «газпромовской» 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:

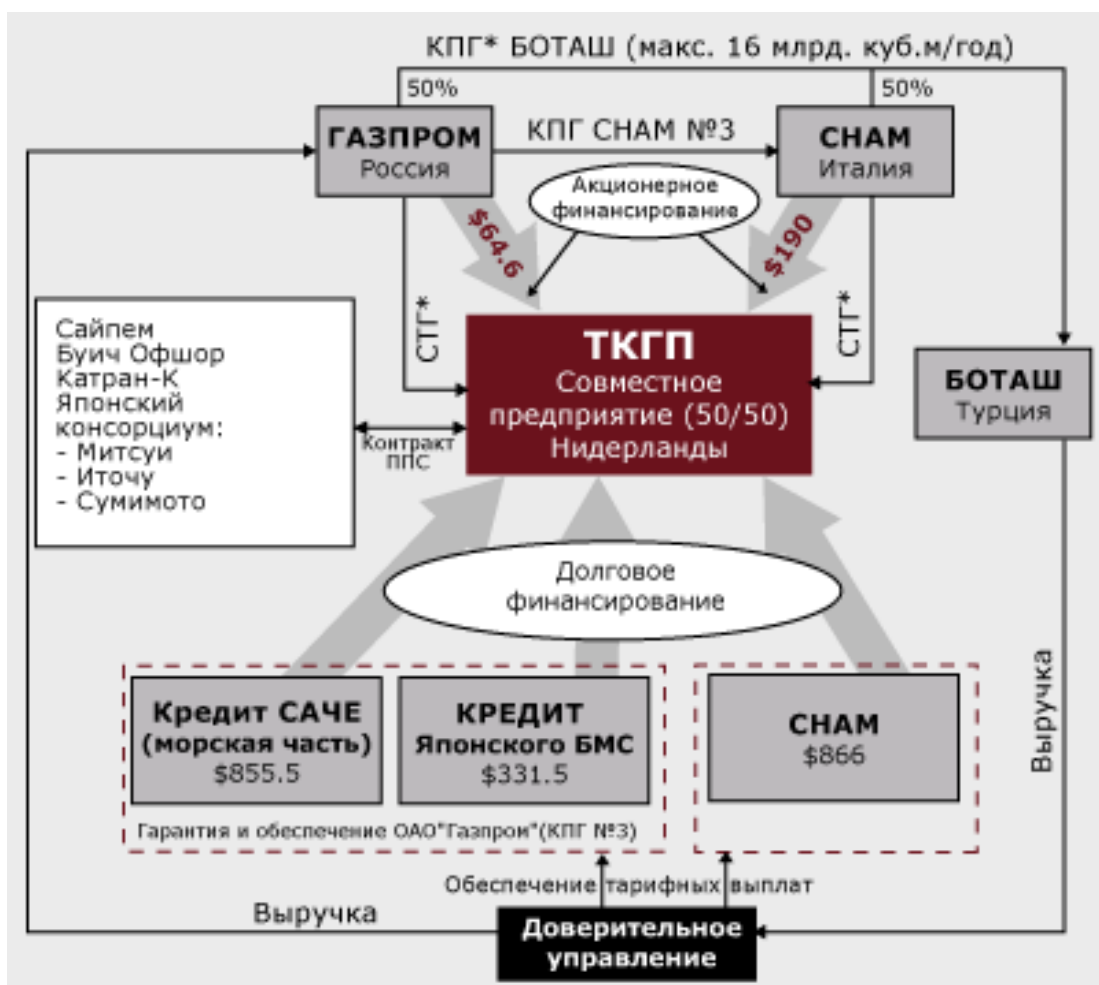


Рис.6.2 – Финансовое взаимодействие участников проекта

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 Еп1 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 2009 г. 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 г. 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 г. ОАО "Газпром" и проектной компанией BSPC. Кредиты привлекались с целью финансирования проекта "Голубой поток", а также непосредственно "Газпромом" для приобретения оборудования у консорциума Tragaz (Италия) с целью модернизации российской газопроводной системы. Лид-менеджерами и андеррайтерами выпусков являются Deutsche Bank и банк MCC S.p.A., Италия (рис.6.3).

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".

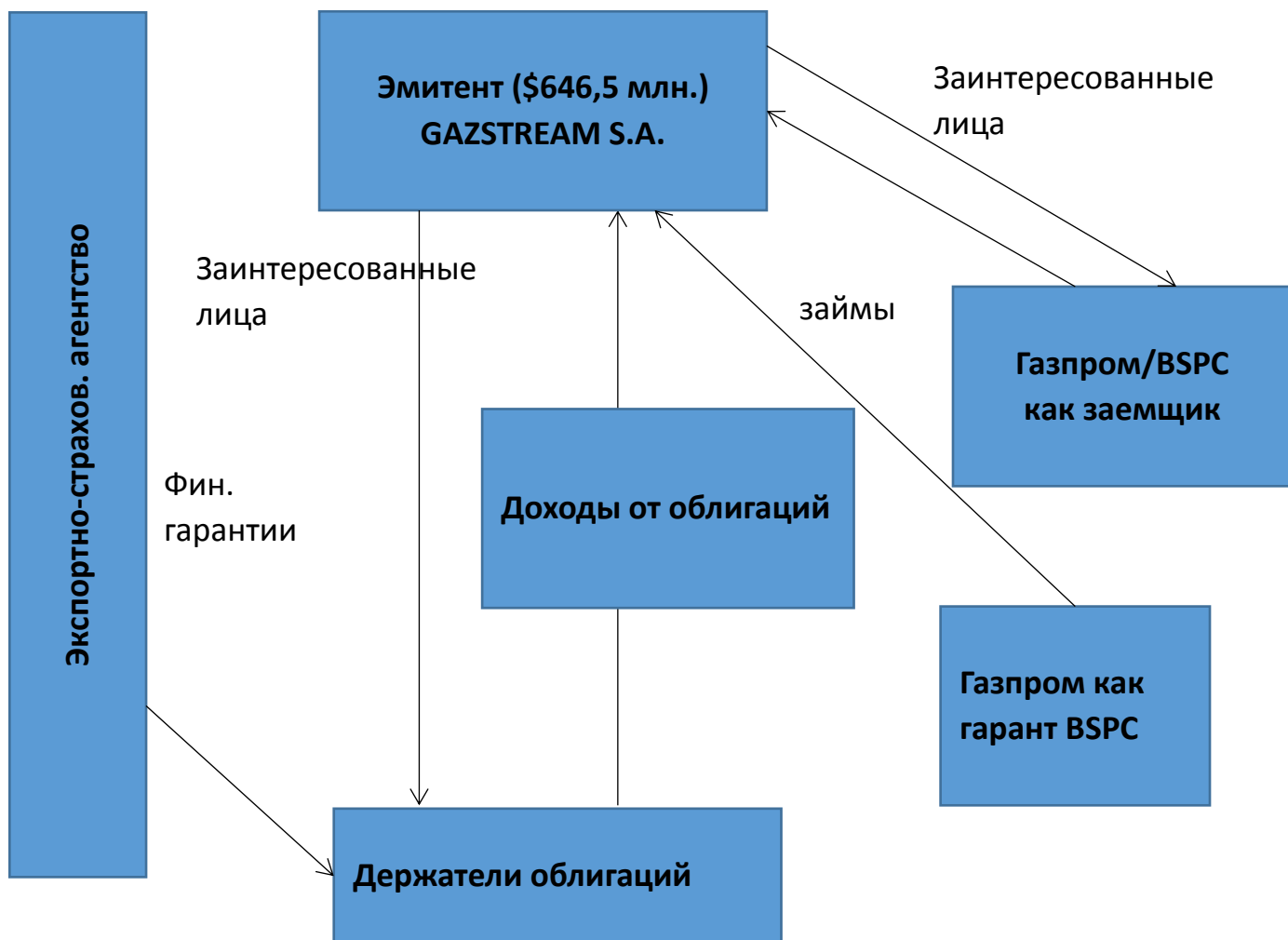


Рис.6.3 – Рефинансирование кредитов за счет облигационного займа

Проект не мог быть реализован иначе как через механизм проектного финансирования. Ни ОАО «Газпром», ни компания Botas, 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. 6.4)



Рис. 6.4 – 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.6.3).

Таблица 6.3 – 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 объеме. В 2007 году ситуация стала улучшаться и убыток составил 10 млн. руб., поставки начали расти и проект начал приносить прибыль (рис.6.5).

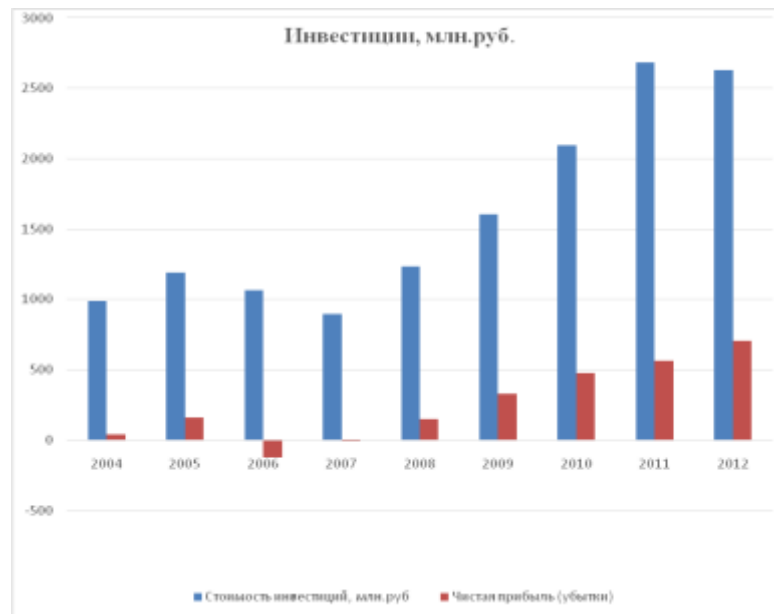


Рис. 6.5. – Динамика инвестиций и чистой прибыли

Динамику прибыли «Голубого потока» можно проследить на графике (рис.6.5.). 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 6.4 – 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
2012	62425	51992	8815	2816

В таблице 6.4 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.6.6). На рисунке более заметна динамика стоимостных параметров проекта «Голубой поток».



Рисунок 6.6 – 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. Большой объем опубликованных данных по этому проекту позволяет рассматривать на его примере особенности проектного управления в мега проектах.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проектное финансирование – активно развивающееся направление финансирования общественно-значимых проектов. Данный курс является вводным, поскольку в нем изложены базовые понятия, концепции, методы и инструменты.

В курсе лекций приведены отдельные наиболее яркие примеры мега проектов, но этот подход широко используется для инфраструктурных объектов субъектов Федерации, муниципальных образований. Понимание механизмов проектного финансирования создает условия для их применения и дальнейшего развития.

СОКРАЩЕНИЯ, ОБОЗНАЧЕНИЯ, ТЕРМИНЫ И ОПРЕДЕЛЕНИЯ:



Эта пиктограмма означает «Внимание». Здесь выделена важная информация, требующая акцента на ней.

ГЧП – государственно-частное партнёрство;

IPPs - независимые силовые проекты;

SPV - проектная компания;

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. **И.А., Никонова.** *Проектный анализ и проектное финансирование, 154 с.* Москва : Альпина Паблишер, 2012. 978-5-9614-1771-5.
2. **К., Nevitt Peter.** *Project Financing/ Fifth edition.* London : Euromoney, 1989.
3. **D., Vinter Graham.** *Project Finance.* London : Sweet & Maxwell, 1995.
4. **Philippe, Benoit.** *Project Finance at the World Bank. An Overview of Policies and Instruments.* Washinton D.C. : World Bank Technical Paper, 1996.
5. **Yescombe, E.R.** *Principles of Project Finance.* б.м. : Academic Press / Elsevier , 2002. 978-0-127-70851-5.
6. **И.И., Родионов.** *Проектное финансирование в России: интернет-курс.* Москва : ВШЭ, 2008. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://en.ppt-online.org/72707>
7. **Gatti, Stefano.** *Project Finance in Theory and Practice: Gatti, Stefano. Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects.* P. 436. б.м. : Elsevier, 2008. ISBN 978-0-12-373699-4.
8. **П.А.Бруссер.** *Контрактная структура проектного финансирования. Проектное финансирование.* Москва : электронный ресурс МГИМО Университет МИД России, 2013.
9. **Файт, Э.** *Введение в проектное финансирование.* М.: : Интелбук, 2008. ISBN 978-5-91157-004-0..
10. **Мезонинное финансирование.** б.м. : Фонд Hi Capital, 2014. <http://hicapital.ru/mezzanine-finance>.
11. **ГЧП: Финансовые аспекты.** Астана : USIAD, 2012.
12. **Public-Private Partnerships: Financing a Common Wealth.** Wash. : б.н., 1985.
13. **В., Gerrard M.** **What Are Public-Private Partnerships, and How Do They Differ from Privatizations?** *Finance & Development.* 2001 г., Т. Vol. 38, N 3.
14. **Реализация проектов с привлечением механизма ГЧП. Теория и практика: РКФ: Аудит и консалтинг.**[Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://www.mcdpkf.com/publication/consulting/publ_41.html.
15. **J., Delmon.** *Private Sector Investment in Infrastructure: Project Finance, PPP Projects and Risk.* : The World Bank and Kluwer Law International., 2009.
16. **Йескомб., Э.Р.** *Государственно-частное партнерство: Основные принципы финансирования.* М. : Альпина Паблишер, 2015.
17. **Федеральный закон "О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации".** от 13.07.2015 N 224-ФЗ] М. : [Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_182660/.

18. Закон о государственно-частном партнерстве: руководство по применению. - Минэкономразвития России и Центр развития ГЧП.- [Электронный ресурс]. - Режим доступа: pprcenter.ru/assets/docs/Zakon-Block_28-09-2015_v01.pdf.

ПРИЛОЖЕНИЕ А

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

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).

Договорные отношения на этапе строительства трубопровода «Голубой поток»



Формы ГЧП в соответствии с законодательством РФ

Организационно-правовые формы	Правовое регулирование
1	2
Формы ГЧП	
Концессионное соглашение	Федеральный закон № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях»
Соглашение о государственно частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве	Федеральный закон № 224-ФЗ «О ГЧП, муниципально-частном партнерстве...»
Иные договорные формы привлечения внебюджетных средств в развитие общественной инфраструктуры	
Контракт жизненного цикла	Федеральный закон № 44-ФЗ «О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг...»
Договор аренды государственного имущества с инвестиционными обязательствами арендатора	Гражданский кодекс РФ, федеральный закон №135-ФЗ «О защите конкуренции», региональные правовые акты
Долгосрочный договор на поставку товаров, работ, услуг с инвестиционными обязательствами исполнителя	Федеральный закон № 223-ФЗ «О закупках товаров, работ, услуг отдельными видами юридических лиц» и положения о закупках соответствующих юридических лиц
Корпоративные формы привлечения внебюджетных средств в развитие общественной инфраструктуры	
Создание СПК с государственным и частным капиталом для создания и управления объектами общественной инфраструктуры	Создание СПК с государственным и частным капиталом для создания и управления объектами общественной инфраструктуры