

КЛАССИФИКАЦИЯ ВИДОВ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Е. И. Мануковская

Воронежский государственный университет

Поступила в редакцию 21 января 2011 г.

Аннотация: предложена собственная система классификации видов проектного финансирования, подробно рассмотрен каждый ее признак и наглядно представлены свойства основных видов ПФ.

Ключевые слова: проектное финансирование, классификация видов проектного финансирования, финансовые ресурсы, финансирование инвестиций, государственно-частное партнерство.

Abstract: there is the own classifying system of project finance types in the article, every feature is discussed in detail and all the properties of the PF major types are clearly showed.

Key words: project finance, project finance classification, financial resources, investment financing, public-private partnership (PPP).

Стратегия обеспечения финансовыми ресурсами инвестиционных проектов занимает одно из центральных тем в теории и практике финансового и инвестиционного менеджмента. В настоящее время существуют различные методы финансирования как классические, так и инновационные, поэтому перед финансовыми менеджерами стоит задача создания наиболее оптимальной стратегии финансирования каждого конкретного проекта. В определенных случаях эффективно использовать проектное финансирование (ПФ) – относительно новый инструмент управления проектами, обеспечивающий привлечение значительных инвестиционных средств для их реализации.

Проектное финансирование представляет собой процесс обеспечения финансовыми ресурсами инвестиционного проекта с последующим их целевым расходованием, который реализуется с учетом высокого финансового левириджа, достигаемого благодаря возможности проекта генерировать достаточные денежные потоки для его обслуживания и эффективно распределять риски среди всех его участников.

Длительная эволюция проектного финансирования, его применение в различных областях инвестиционных проектов, обилие участников ПФ и выполняемых ими функций способствовали развитию и распространению различных видов проектного финансирования. Однако в работах, посвященных ПФ, часто не уделяется должного внимания их классификации, и приводятся только несколько видов ПФ. Представляется целесообразным предложить собственную систему классификации существующих видов проектного финансирования, а также подробно рассмотреть каждый из

них и определить возможность применения на практике.

Виды проектного финансирования следует классифицировать по шести основным признакам (рис. 1):

- степени принятия рисков кредитором;
- форме собственности проекта;
- способе организации финансирования;
- отраслевой принадлежности проекта;
- источникам финансирования проекта;
- стране происхождения источников финансирования и составу участвующих сторон.

В зависимости от степени принятия кредитором рисков проекта можно выделить проектное финансирование без регресса на заемщика и с ограниченным регрессом на заемщика.

Проектное финансирование без регресса на заемщика является его классическим видом и удовлетворяет всем признакам ПФ. Оно предполагает полную концентрацию рисков проекта на кредиторе, который принимает на себя как коммерческие, так и политические риски проекта. Основополагающее значение получает анализ денежных потоков в рамках процедуры due diligence, так как в случае дефолта проекта кредитор получает только его активы, которые не могут иметь экономической стоимости вне самого проекта.

Основанием принятия кредитором положительного решения в таком виде проектного финансирования является хорошая проработанность контрактов проекта со всеми его участниками и передача ответственности за реализацию каждого типа риска стороне, которая имеет непосредственные рычаги его управления. Только в этом случае достигаются сбалансированность интересов всех участников проекта и разумная рисковая составля-

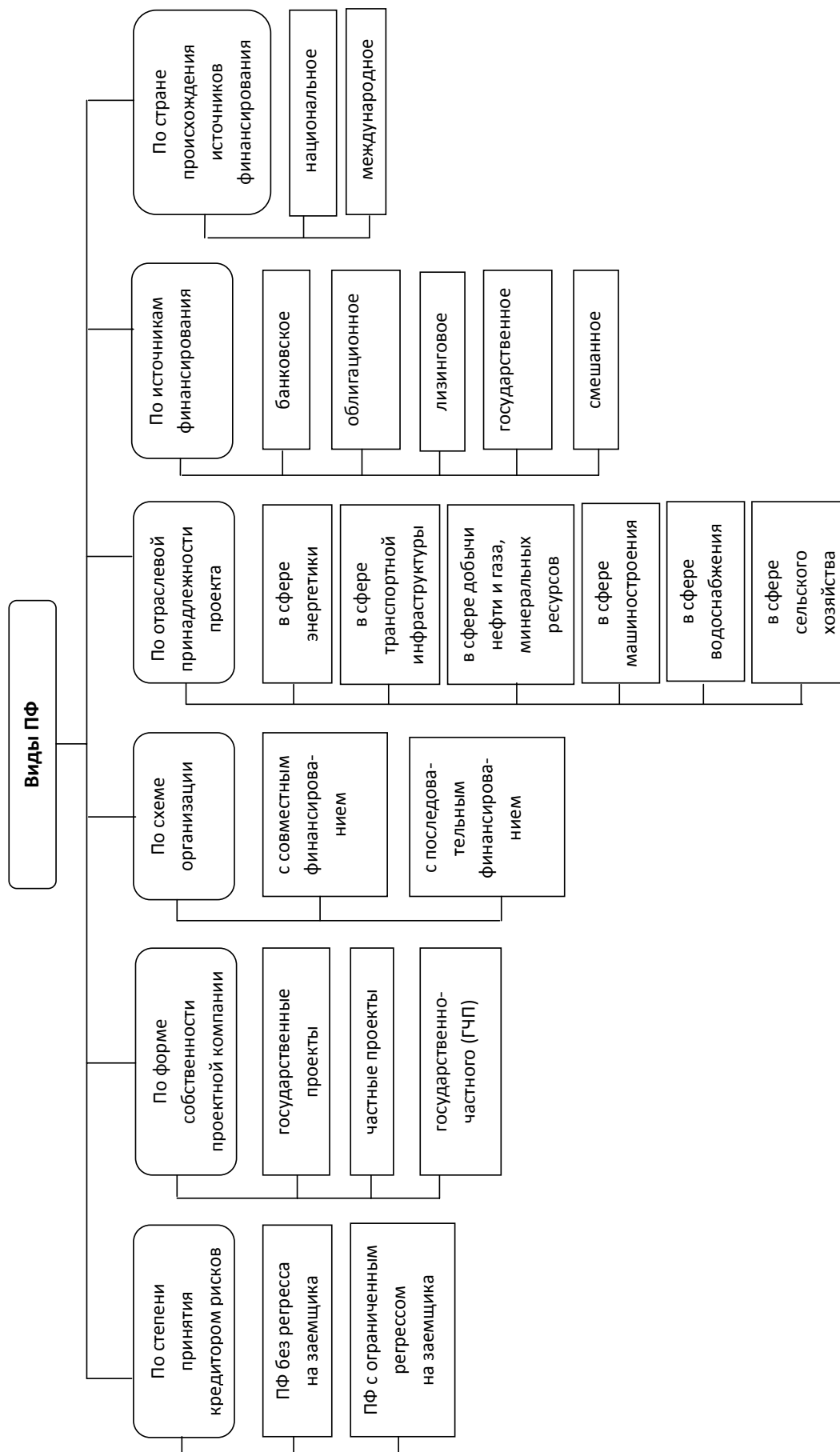


Рис. 1. Классификация видов проектного финансирования

ющая кредитора, которая позволит ему эффективно участвовать в проекте.

Проектное финансирование без какого-либо права регресса может применяться в проектах, отвечающих следующим признакам:

- 1) проект является высокорентабельным;
- 2) продукция или услуги, реализуемые проектной компанией, являются конкурентоспособными и обращаются на открытых рынках;
- 3) предполагается использование отработанной технологии;
- 4) существуют соглашения со всеми основными участниками проекта (подрядчики, поставщики оборудования, сырья и др.) и предполагается ответственность по рискам, касающимся их участия в проекте;
- 5) проект реализуется в стране со стабильным политическим климатом.

Чаще всего этим критериям соответствуют проекты, связанные с добычей и переработкой полезных ископаемых.

Необходимо отметить, что данный вид проектного финансирования предполагает высокую стоимость предоставляемых средств по причине требования кредиторами компенсации принимаемых рисков. И чем меньше в контрактах прописана ответственность других участников проекта (подрядчики, поставщики, покупатели), тем большую ставку за риск запрашивает кредитор. Кроме того, для организации проектного финансирования без регресса на заемщика необходимо выделить значительное количество времени и ресурсов на привлечение консультантов, технических специалистов и прочее.

Проектное финансирование с ограниченным регрессом позволяет найти компромисс между интересами кредитора и заемщика и при этом сохраняет свои основные признаки. Данный вид ПФ предполагает ответственность заемщика на каком-то ограниченном этапе реализации инвестиционного проекта, чаще всего в период максимальной концентрации рисков. Согласно этому принципу проектное финансирование предполагает регресс на заемщика в период проектирования и строительства проекта и становится безрегресным после его тестирования и запуска в эксплуатацию. Спонсоры проекта или его подрядчики гарантируют завершение освоения капиталовложений, ввод объекта кредитования в эксплуатацию, соблюдение сметной стоимости и при определенных условиях берут на себя возмещение убытков, связанных с задержкой ввода объекта в эксплуатацию и превышением расчетной себестоимости [1].

Проектное финансирование с ограниченным регрессом также предполагает эффективное распределение рисков среди всех участников проекта. Его преимуществом является более низкая стоимость привлеченного финансирования по сравнению с безрегресным ПФ за счет сбалансированности проектных рисков. Возможность регресса на активы инициаторов проекта на инвестиционном этапе его реализации обеспечит их максимальную заинтересованность в успешной реализации проекта и выводе на проектную мощность с необходимой производительностью.

Некоторые авторы выделяют еще один вид проектного финансирования согласно критерию регрессности требований кредитора на заемщика – *ПФ с полным регрессом*, – предполагающий возможность возврата кредитором предоставленных средств даже в случае дефолта проекта. Это достигается обязанностью заемщика погасить кредит не только с помощью денежных потоков самого проекта, но и за счет других источников спонсоров проекта, например от основного вида бизнеса. Фактически происходит передача основных проектных рисков на заемщика, поэтому участие кредитора на таких условиях носит ограниченный характер. В случае предоставления качественных гарантий со стороны заемщика кредиторы могут даже не проводить процедуру *due diligence* проекта. Анализ потоков наличности будет проводиться ими только в случае подозрения того, что обязательства заемщика недостаточно надежно гарантированы.

Такой вид финансирования широко распространен в настоящее время. Это связано, прежде всего, с более короткими сроками рассмотрения заявки и получения финансовых средств, а также с более низкой стоимостью привлекаемых ресурсов. Однако данный вид, по нашему мнению, носит только условное отношение к проектному финансированию, поскольку не удовлетворяет основополагающим признакам классического ПФ – отсутствию или ограниченности регресса кредитора на заемщика и распределению рисков между всеми участниками проекта. Поэтому разумнее определять его как «условное проектное финансирование», имеющее свойства как проектного финансирования, так и инвестиционного кредитования.

Применение указанного вида ПФ особенно актуально в следующих случаях:

- 1) реализация низкорентабельных проектов, имеющих не коммерческое, а государственное значение;

2) недостаточная надежность проектных контрактов;

3) предоставление средств в форме экспортных кредитов;

4) реализация небольших инвестиционных проектов, высокочувствительных к изменению расходной части.

По форме собственности проектной компании проектное финансирование подразделяется на:

1) государственные проекты;

2) частные проекты;

3) государственно-частного партнерства (ГЧП).

Проектное финансирование государственных проектов может осуществляться в тех случаях, когда проект имеет крупный национальный или региональный масштаб. Как правило, правительство выступает инициатором проекта, им создается проектная компания, принадлежащая ему на праве собственности, которая может финансироваться за счет различных источников. Часть средств на разработку проекта поступает в форме государственного финансирования.

При проектном финансировании государственных проектов к участию часто привлекаются крупные международные организации, банки, экспортно-кредитные агентства, так как именно они могут удовлетворить всем условиям, выдвигаемым этими организациями, и, более того, гарантируются правительством страны. Косвенным образом заемщиком по таким кредитам и займам выступает правительство страны, иницирующее проект, поэтому риск дефолта при таком финансировании сведен к минимуму. В отдельных случаях правительство может напрямую кредитовать проектную компанию.

При проектном финансировании частных проектов его спонсорами выступает частная компания или их объединение. Ими создается проектная компания, которая становится единственным заемщиком по привлеченным кредитам и отвечает по всем обязательствам своими активами. При частном проектном финансировании также возможно участие экспортно-кредитных агентств и региональных банков развития. Дополнительные гарантии по проекту могут быть получены на коммерческих условиях у банков или других организаций. Если реализация проекта вызывает положительный эффект в рамках отдельного региона или страны в целом, инициаторы проекта могут обратиться за государственной поддержкой. Как правило, она предоставля-

ется косвенным образом – в форме грантов и субсидий, налоговых льгот, компенсации ставок по кредитам и др.

Проектное финансирование, осуществляемое в рамках государственно-частного партнерства (ГЧП), является наиболее распространенным видом и имеет значительные перспективы для развития. Оно предполагает привлечение частного капитала в проекты, имеющие государственное значение, что позволяет сделать их экономически рентабельными и конкурентоспособными. Государственно-частное партнерство предполагает, что государство определяет, в каких услугах и инфраструктуре оно нуждается, а частные инвесторы выдвигают предложения, которые должны соответствовать указанным требованиям. Чаще всего подобные проекты реализуются в сфере жилищно-коммунального хозяйства, транспортной и производственной инфраструктуры, здравоохранения и социальных услуг.

Аналитическое управление Аппарата Государственной Думы РФ исследовало зарубежный опыт использования ГЧП и сформулировало общую его концепцию, которая включает несколько этапов [2]:

1) анализ потребностей в услугах и создание на его основе условий тендера;

2) прием и рассмотрение предложений от частных партнеров – участников тендера;

3) разработку проекта на основе результатов тендера;

4) заключение долгосрочного соглашения частного партнера и государства – чаще всего в форме концессионного соглашения;

5) проектирование проекта;

6) привлечение средств для реализации проекта с помощью проектного финансирования при прямом или косвенном участии государства;

7) строительство проекта и сдача его в эксплуатацию;

8) эксплуатацию объекта инвестиций;

9) переход объекта инвестиций в государственную или частную собственность.

Следует отметить, что последний и предпоследний этапы могут меняться местами в зависимости от модели ГЧП, с помощью которой проект реализуется. Можно выделить несколько типов моделей, которые различаются между собой в большей степени объемом передаваемых частному партнеру правомочий собственности. Основные из них представлены в таблице.

Модели реализации проектов ГЧП

Модель реализации ГЧП	Собственник проекта	Финансирование инвестиций	Эксплуатация	Права частного партнера	Примечание
ВОТ (Build, Operate, Transfer – строительство – эксплуатация/управление – передача)	Государство	Частный партнер или частный партнер + государство	Частный партнер	Право пользования объектом	Используется концессия, которая предполагает заключение соглашения на определенный срок, после окончания которого объект передается государству
ВООТ (Build, Own, Operate, Transfer – строительство – владение – эксплуатация/управление – передача)	Частный партнер	Частный партнер или частный партнер + государство	Частный партнер	Право пользования, владения и распоряжения объектом	Частный партнер получает возможность владения объектом в течение концессионного соглашения
ВТО (Build, Transfer, Operate – строительство – передача – эксплуатация/управление)	Государство	Частный партнер или частный партнер + государство	Частный партнер	Право пользования объектом	Передача объекта государству происходит сразу после завершения строительства
ВОО (Build, Own, Operate – строительство – владение – эксплуатация/управление)	Частный партнер	Частный партнер	Частный партнер	Право пользования, владения и распоряжения объектом	По истечении срока действия соглашения созданный объект не передается публичной власти
ВОМТ (Build, Operate, Maintain, Transfer – строительство – эксплуатация/управление – обслуживание – передача)	Государство	Частный партнер или частный партнер + государство	Частный партнер	Право пользования объектом	Подразумевает поддержку проекта – ответственность частного партнера за содержание и текущий ремонт сооруженных им инфраструктурных объектов
ДВООТ (Design, Build, Own, Operate, Transfer – проектирование – строительство – владение – эксплуатация/управление – передача)	Частный партнер	Частный партнер или частный партнер + государство	Частный партнер	Право пользования, владения и распоряжения объектом	Ответственность частного партнера как за строительство, так и за проектирование проекта

Возможны следующие формы предоставления государственной поддержки в рамках реализации проектов ГЧП:

- софинансирование на договорных условиях инвестиционного проекта с оформлением прав собственности РФ, включая финансирование расходов на управление инвестиционным проектом, а также финансирование разработки проектной документации;
- направление средств в уставные капиталы юридических лиц;
- предоставление государственных гарантий РФ под инвестиционные проекты, а также иных

предусмотренных бюджетным законодательством способов обеспечения обязательств, находящихся в компетенции Правительства РФ. Государственные гарантии предоставляются коммерческим организациям, участвующим в инвестиционном проекте в пользу кредитных организаций, включая кредитные организации с иностранными инвестициями;

- передача части рисков частным инвесторам и их разделение между участниками соглашения.

В целом проектное финансирование государственно-частных проектов позволяет достичь ряда положительных эффектов, к которым можно отнести ускорение развития регионов, более быструю и

эффективную реализацию приоритетных для правительства инвестиционных проектов, улучшение механизмов оказания услуг, снижение бремени на расходную часть бюджетов всех уровней и др.

В зависимости от схемы организации выделяют следующие виды ПФ:

- с совместным финансированием;
- с последовательным финансированием.

ПФ с совместным финансированием предполагает участие в проекте нескольких банков, каждый из которых предоставляет определенную сумму кредита, общая совокупность которых обеспечивает проектную компанию необходимыми ресурсами. Данная схема финансирования является экономически целесообразной ввиду нескольких причин. Во-первых, в любом коммерческом банке существуют собственный уровень лимита суммы кредита на одного заемщика/один проект и соответственно лимит принимаемого на себя риска. Во-вторых, следует учитывать ограниченность у банков долгосрочных финансовых ресурсов. Наконец, в случае крупномасштабных проектов, требующих значительных инвестиций, только ПФ с совместным финансированием позволяет сделать проект в целом реализуемым.

Существуют две формы совместного финансирования. Первая – это *финансирование проекта несколькими кредиторами, объединенными в пул*

(*синдикат, консорциум*). В данном случае происходит распределение ролей на три уровня: банк-организатор, банк-агент и банки-участники.

Отличительная черта данного вида ПФ – проектная компания ведет переговоры только с одним банком (организатором) и впоследствии заключает один договор на всю сумму предполагаемого кредита. В дальнейшем по мере его обслуживания проектная компания, как правило, осуществляет платежи в пользу одного банка (банка-агента). Последующее распределение платежей происходит в банковской группе согласно их внутренней документации. В общем виде схема построения отношения при финансировании проекта банковским пулом представлена на рис. 2.

Вторая форма ПФ с совместным финансированием – это *параллельное финансирование*, которое предполагает независимые отношения проектной компании с каждым из участвующих коммерческих банков. Предполагается, что инициаторы проекта сформируют собственную рабочую группу, которая будет осуществлять переговоры с каждым кредитором и обслуживать в дальнейшем его платежи. В этом случае также достигается возможность реализации крупных проектов ввиду того, что каждый банк может предоставить средства, исходя из собственных кредитных лимитов и финансовых ресурсов. Схема данного вида ПФ представлена на рис. 3.



Рис. 2. Схема совместного проектного финансирования с помощью банковского пула

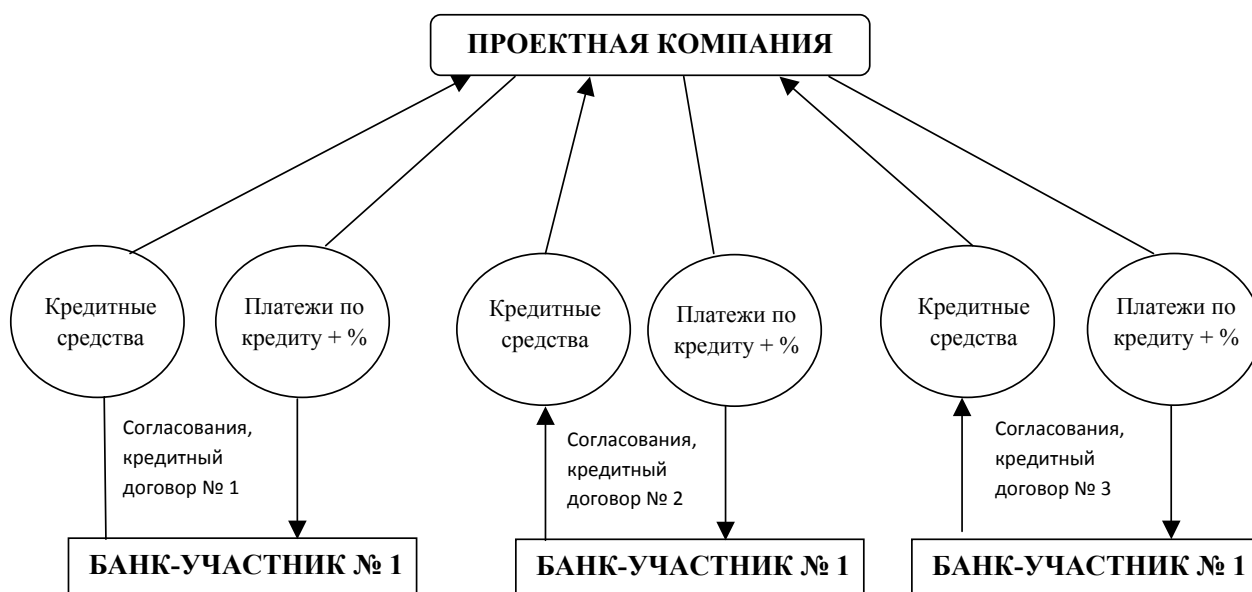


Рис 3. Схема ПФ при параллельном финансировании

Следует отметить организационную сложность подобного вида проектного финансирования. Прежде всего, это связано с тем, что у каждого банка свои требования к проектам, проектной документации, в первую очередь свой стандарт кредитного договора. Переговорный процесс, процедура due diligence, проводимая каждым банком, и последующее согласование положений каждого кредитного договора могут потребовать от инициаторов проекта большого количества человеческих ресурсов и времени. Отсутствие авторитетного банка-организатора может затруднить процесс привлечения потенциальных кредиторов.

Проектное финансирование с последовательной организацией финансирования предполагает наличие крупного авторитетного банка (банка-инициатора), который первоначально рассматривает кредитную заявку, проводит полную процедуру due diligence, согласовывает условия участия в проекте, заключает кредитный договор и предоставляет необходимое финансирование. После выдачи займа, банк передает свои требования по задолженности другому кредитору или группе кредиторов. При этом за проделанную работу по анализу и оценке инвестиционного проекта, разработке основных кредитных документов и первоначальной выдаче займа банк-инициатор получает комиссию. Последующее погашение платежей проектной компанией осуществляется уже напрямую банку-правопреемнику.

В зависимости от отраслевой принадлежности проекта выделяют проектное финансирование в сфере:

- энергетики;
- транспортной инфраструктуры;
- добычи нефти и газа;
- строительства (в том числе объектов городской инфраструктуры – школ, больниц, тюрем и др.);
- машиностроения;
- водоснабжения и канализации;
- добычи минеральных ресурсов;
- вторичной переработки сырья;
- сельского и лесного хозяйства [3].

Лидирующей отраслью применения проектного финансирования является энергетика. Так, за 2005–2009 гг. проектами данной отрасли на банковском и облигационном рынках было привлечено 372,98 млрд дол. На втором месте проектное финансирование транспортной инфраструктуры – 228,4 млрд дол.; проекты по добыче нефти и газа – 165,1 млрд дол. [4].

В зависимости от источников финансирования можно выделить:

- банковское проектное финансирование;
- облигационное проектное финансирование;
- лизинговое проектное финансирование;
- проектное финансирование международных организаций и экспортно-кредитных агентств;
- государственное проектное финансирование;
- смешанное проектное финансирование, которое подразумевает сочетание нескольких

форм привлечения средств (кредит, размещение облигаций, лизинг, государственное финансирование и др.).

В обособленной форме может быть организовано банковское, облигационное и смешанное проектное финансирование. При этом банковское ПФ является преобладающим его видом. Это связано, прежде всего, с тем, что коммерческие банки аккумулируют значительные суммы частных средств и поэтому являются самыми крупными заимодавцами. Кроме того, объединяясь в консорциумы и синдикаты, группа банков может финансировать самые масштабные международные проекты, требующие крупных инвестиций.

За 2005–2009 гг. общая величина кредитов, выданных банками по проектному финансированию, составила 930,66 млрд дол. С помощью выпуска и размещения облигаций было привлечено только 102,35 млрд дол. Изменения объемов банковского проектного финансирования в этот период происходили следующим образом: увеличение показателя с 2005 по 2008 г. с 140,31 млрд дол. до 250,56 млрд дол., спад под влиянием мирового экономического кризиса в 2009 г. ниже уровня 2005 г. – до 139,19 млрд дол. Средний размер финансирования, предоставляемого банками в рамках одной сделки, составил в 2009 г. 302 млн дол., количество сделок – 461 [4].

В зависимости от страны происхождения источников финансирования и состава участвующих сторон проектное финансирование можно подразделить на:

– национальное – происходит за счет финансовых источников внутри страны, в которой реализуется проект (национальные инвесторы и коммерческие банки);

– международное – реализуется за счет средств зарубежных инвесторов, международных финансовых организаций, зарубежных коммерческих банков и банковских консорциумов, экспортно-кредитных агентств.

Подавляющее число масштабных инвестиционных проектов могут быть реализованы, как правило, только с использованием международного проектного финансирования.

Следует учитывать, что не все из приведенных выше видов ПФ могут быть применимы к любому типу проекта. Выбор конкретного вида и схемы проектного финансирования создаваемой компании зависят от ряда объективных и субъективных факторов, к которым можно отнести следующие: организационно-правовую форму создаваемой компании, отраслевые особенности проекта, его масштаб и риски, свободу выбора источников финансирования, конъюнктуру рынка капитала и др. Только взвешенный и поэтапный подход в данном вопросе будет способствовать формированию оптимальной стратегии финансирования, удовлетворяющей всем потребностям инвестиционного проекта.

ЛИТЕРАТУРА

1. Родионов И. И. Проектное финансирование : учеб.-метод. пособие / И. И. Родионов. – М. : ГУ ВШЭ, 2004. – 251 с.
2. Айрапетян М. С. Зарубежный опыт использования государственно-частного партнерства (аналитическая записка). Июнь 2009 / М. С. Айрапетян. – Режим доступа: (<http://www.duma.gov.ru/>).
3. Давыдова Л. В. Проектное финансирование в России и в мире / Л. В. Давыдова, И. В. Ильин // Финансы и кредит. – 2009. – № 21. – С. 17–22.
4. Esty B. C. An Overview of Project Finance and Infrastructure Finance – 2009 Update / B. C. Esty. – Harvard Business School, 2010. – P. 1–39.

Воронежский государственный университет

Мануковская Е. И., соискатель

E-mail: evm@expomap.ru

Тел.: 8-920-419-72-55

Voronezh State University

Manukovskaya E. I., Post-graduate Student

E-mail: evm@expomap.ru

Tel: 8-920-419-72-55