

1. Определение проектного финансирования

Литература:

- Йескомб Э. Р., Принципы проектного финансирования – Москва: Вершина, 2008, Глава 1.
- Катасонов В. Ю., Проектное финансирование: мировой опыт и перспективы для России – Москва: Анкил, 2001.
- Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: Уточненные рамочные подходы, Банк международных расчетов, 2004, Часть 2.
- M. Fouzul Kabir Khan, Robert J. Parra, Financing Large Projects: Using Project Finance Techniques and Practices, 2003, Chapter 1.
- Рекомендации по подготовке по подготовке финансовой модели, Внешэкономбанк

1.1. Преимущества и недостатки

Проектное финансирование – это метод привлечения долгосрочного заемного финансирования для крупных проектов путём «финансового инжиниринга», основанный на займе под денежный поток, создаваемый только самим проектом без регресса на заемщика. Он зависит от детальной оценки создания проекта, операционных рисков, и рисков дохода и их распределения между инвесторами, заимодавцами и другими участниками на основании контрактов и других договорных отношений.

Основные элементы проектного финансирования, составляющие в комплексе сущность данного понятия, существенно влияют на структуру сделки в рамках ПФ:

- инвестиции, значительные по объёму, – размер сделки проектного финансирования не позволяет спонсорам проекта инвестировать в рамках обычного корпоративного заимствования;
- высокая доля заемных средств по отношению к собственным средствам спонсоров проекта – как правило, заимствования составляют от 65 до 80% от всего объема инвестирования проекта;
- длительные сроки – в странах с развитой экономикой сроки составляют от 7 до 25 лет; в (России срок более 5 лет, выходящий за горизонт приемлемого в РФ стратегического планирования, также может считаться основанием для реализации проекта на принципах проектного финансирования);
- распределение рисков – риски в ПФ распределяются не только на заемщика, но и на других участников проекта, в том числе и на кредиторов, что обоснованно дает кредиторам возможность заработать в случае успешной реализации проекта дополнительную премию помимо дохода от обслуживания долга заемщиком;

- более высокая стоимость заимствований – что вытекает из распределения рисков на финансирующих участников сделки (кредиторов);
- источник погашения и обслуживания долга – денежные потоки, которые будут сгенерированы самим проектом после успешного завершения инвестфазы или успешного выхода на рынок;
- обеспечение по кредитам – имущество, созданное/приобретённое в будущем строго в рамках данного проекта, за счет аккумулированных проектом средств.

Рассмотрим основные принципы, на которых осуществляется проектное финансирование. С учётом сущности проектного финансирования его принципы представляют собой совокупность принципов кредитования (возвратность, платность, целевое использование) и принципов долевого финансирования. Кроме того, существуют специфические принципы проектного финансирования, обусловленные технологией его организации.

- **Принцип дифференцированности** означает, что инвесторы и кредиторы не должны однозначно подходить к вопросу о финансировании проекта. Проект может быть профинансирован в случае, если он является финансово состоятельным и эффективным.

Финансовая состоятельность проекта подтверждает способность проектной компании, являющейся заёмщиком, вернуть кредит в определённый срок.

Эффективность проекта подтверждает окупаемость проекта в приемлемые для инвестора, осуществившего доленое финансирование проекта, сроки.

- **Принцип доходности.** Для кредитора принцип доходности является принципом платности и означает, что заёмщик должен заплатить кредитору за использование денежными средствами фиксированную сумму, определяемую исходя из процентной ставки по ссуде. Экономическая сущность платы за кредит отражается в фактическом распределении дополнительно полученной за счет его использования прибыли между заемщиком и кредитором. Платность кредита стимулирует заемщика к его наиболее продуктивному использованию с целью увеличения доходности долевого финансирования.

Следовательно, для инвестора (собственника проекта) принцип доходности означает возможность достижения приемлемого уровня прибыли на вложенные средства.

- **Принцип целевого использования.** Проектное финансирование предполагает осуществление капитальных вложений с целью создания нового бизнеса. Для инвестора чрезвычайно важно контролировать целевое использование вложений, так как в случае нерационального использования средств возможности проектной

компания обслуживать свои обязательства и повышать свою капитализацию (как в смысле рыночной капитализации в случае наличия рыночных котировок, так и в смысле увеличения собственного капитала за счёт прибыли) снижаются.

- **Принцип обособленности проекта.** Это специфический принцип проектного финансирования, проявляющийся в реализации инвестиционного проекта на базе проектной компании. Для осуществления проектного финансирования необходимо, чтобы его объект (проект) был юридически и экономически обособлен.

Юридическая обособленность проявляется в создании проектной компании.

Экономическая обособленность подразумевает погашение задолженности за счёт денежных потоков, генерируемых проектом. В свою очередь, это предполагает следующее:

- источником возмещения средств инвесторов и погашения кредитов являются только денежные потоки, генерируемые проектом, или реализация активов проекта;
- отсутствие регресса на собственника проекта (или ограниченный регресс) при кредитовании;
- основным видом обеспечения по предоставленным кредитам являются активы проекта (включая нематериальные активы, имущественные права).

Обособленность даёт возможность чёткой идентификации рисков проекта и формирования соответствующей им структуры финансирования.

- **Принцип распределения рисков.** Проектное финансирование подвержено влиянию разнообразных рисков как на инвестиционной, так и на эксплуатационной фазах реализации проекта. Принцип распределения рисков означает, что риски проектного финансирования распределяются в соответствии с тем, какие участники должны нести ответственность за реализацию того или иного риска и соответственно могут наиболее эффективно управлять тем или иным риском.

Например, строительные риски (превышение сроков строительства, ненадлежащее качество) несёт подрядчик; риск недофинансирования проекта вследствие увеличения сметы несёт инициатор (собственник) проекта и т.д.

- **Принцип приоритета денежного потока над активами.** Данный принцип также является специфическим и означает, что проектное финансирование является ориентированным на денежные потоки, генерируемые проектом а не активы компании, которые как правило служат обеспечением.

Так же проектное финансирование определяют как финансирование конкретного проекта, при котором кредитор первоначально рассматривает денежный поток и доходы самого проекта как источник, из которого будет покрываться задолженность, а активы проекта, как обеспечение кредита.

Согласно определению Базельского комитета по банковскому надзору, «проектное финансирование является методом финансирования, при котором кредитор рассматривает в первую очередь доходы, приносимые одним и тем же проектом, как в плане источника погашения, так и в плане обеспечения риска».

Важные финансовые цели, которые пытается достичь компания, организуя проектное финансирование для своих инвестиционных проектов, могут включать:

1. Минимизация обязательств компании по каждому отдельному проекту.
2. Разделение рисков среди участников.
3. Разделение обязательств проекта и финансовой отчетности компании. Это достигается созданием проектной компании (Special Purpose Vehicle – SPV), которая занимается осуществлением проекта.
4. Уменьшить налоги.
5. Избежать ограничивающих условий, на балансе, появляющихся при финансировании проектов.
6. Достичь диверсификации рисков и доходов среди портфеля проектов.

В зависимости от проекта, проектное финансирование может иметь одно или несколько следующих недостатков:

1. Адекватную структуру разделения рисков часто сложно ввести в действие и почти всегда создаются непредвиденные задержки при достижении финансового закрытия.
2. Заимодавцы считают это вид финансирования рискованным, и, следовательно, устанавливают более высокую премию за риск для связанных кредитов.
3. Заимодавцы настаивают на большем контроле над проектом, в связи с этим спонсоры и менеджеры проекта имеют меньшую свободу действия при управлении проектом. Важно отметить, что заимодавцы проектного финансирования, а не менеджеры проектов, контролируют использование денежных потоков для покрытия текущих расходов или выплаты дивидендов.
4. Заимодавцы рассматривают страховые механизмы, как часть структуры распределения рисков и требуют более полного и затратного страхового покрытия по сравнению с обычным кредитом.

5. Процесс подготовки документации по организации проектного финансирования долгий и сложный. В результате, этот тип финансирования становится экономически эффективным только для относительно крупных сделок.

Проектное финансирование – это не то же самое, что «финансирование проектов», потому что проекты могут финансироваться различными способами. Традиционно крупномасштабные проекты государственного сектора экономики в развитых странах финансировались за счет государственных займов; проекты частного сектора финансировались крупными компаниями, которые привлекали корпоративные займы. В развивающихся странах проекты финансировались государством, которое получало кредиты на международном банковском рынке, многосторонними организациями, такими как Всемирный банк, или с помощью международных займов. Однако ситуация изменилась, поскольку приватизация и отмена государственного контроля изменили подход к финансовому инвестированию в значимые проекты, переложив существенную долю бремени финансирования на частный сектор.

В отличие от других методов финансирования проектов проектное финансирование является единой системой, которая определяет все аспекты разработки проекта и договорных соглашений. Если используется проектное финансирование, то не только финансовому директору и заимодавцам, но и всем участникам проекта (например, разработчикам, представителям правительства и других общественных организаций, инженерам, подрядчикам, поставщикам оборудования, топлива, покупателям продукции, которая будет создана в рамках этого проекта, и другим участникам проектных контрактов) необходимо понимать основы проектного финансирования, связь их части проекта со структурой проектного финансирования и воздействия структуры на проект. Компании часто прибегают к помощи проектного финансирования при осуществлении больших инвестиционных проектов для сведения к минимуму прямого негативного воздействия на финансовую отчетность.

1.2. Развитие и особенности проектного финансирования

Популярность проектного финансирования в последние 20 лет в основном определялась процессами отмены государственного контроля на предприятиях коммунального хозяйства и приватизацией государственного сектора капитальных инвестиций. Также этому способствовала интернационализация инвестиций для наиболее значимых процессов: сейчас ведущие разработчики проектов управляют международными портфелями и, вступая в качестве банковских и финансовых консультантов, способны применять опыт, накопленный в одной стране, при реализации проекта в другой. Как

правило, правительства и государственный сектор экономики также выигрывают от такого обмена.

Частное финансирование для проектов общественной инфраструктуры не является новой концепцией: в 17 и начале 18 века система дорог в Англии была восстановлена с привлечением частного финансирования, в основе которого лежали доходы от их использования; железные дороги, водо- и газоснабжение, электрификация, телефонная связь распространились во всем мире главным образом благодаря инвестициям частного сектора. Однако в первой половине 20 века ситуация кардинально изменилась. Проектное финансирование как метод долгосрочного финансирования капиталоемких отраслей промышленности, в которых капиталовложения создают достаточно предсказуемый денежный поток, сыграло важную роль в обеспечении финансирования, необходимого для реализации таких изменений.

Можно выделить несколько «волн» проектного финансирования:

- Финансирование проектов связанных с добычей природных богатств (нефть, газ и природные ископаемые) на основании которых были созданы современные методики проектного финансирования. Значительным толчком к их развитию послужило увеличение цен на нефть и разработка нефтяных залежей в Северном море, а так же проекты, связанные с добычей газа и других полезных ископаемых в Австралии и некоторых развивающихся странах;
- Толчком к развитию проектного финансирования послужил «нефтяной бум» в 70-х гг, когда цены на нефть и другие энергоносители за короткий период времени выросли многократно. Соответственно прибыльность инвестиционных проектов в добычу нефти и газа стала составлять сотни и даже тысячи процентов в год. Это повлияло на поведение банков. Их традиционное пассивное поведение, когда потенциальные заёмщики идут в банк и «просят денег», сменилось на активно-агрессивное, когда сами банки стали искать (прежде всего, в нефтяном и газовом секторе экономики) высокоприбыльные проекты для кредитования.
- После падения цен на нефть и газ в 80-е годы портфель ПФ многих банков обесценился. Встала задача диверсификации этого портфеля за счёт отбора высококачественных проектов в других секторах экономики. Банки, специализирующиеся на ПФ, стали внедряться в сектор телекоммуникаций, горнодобывающую промышленность, туристический бизнес и так далее.
- финансирование независимых энергетических проектов (IPP-проекты) в секторе электроснабжения, главным образом для производства энергии, впервые наблюдавшееся в США в 1978 г. после выхода закона о регулировании

деятельности частных инфраструктурных организаций, регулирующего деятельность частных предприятий коммунального хозяйства, способствовало развитию комбинированных предприятий, которые вырабатывают тепловую и электрическую энергию, приватизации предприятий по производству электроэнергии в Великобритании в начале 90-х гг. и приватизации и передаче руководства предприятиями электроэнергетики в ведение частного сектора во всем мире;

- с начала 90-х гг. финансирование общественной инфраструктуры (дороги, транспорт, общественные здания и т.п.) развивалось в Великобритании благодаря закону о частном финансировании (Private Finance Initiative); сейчас такие проекты обычно известны под именем государственно-частных партнерств (PPP);
- финансирование мирового распространения сетей мобильной телефонной связи получило своё развитие в конце 90-х гг.

Анализ проектного финансирования, основанного на привлечении займов из частного сектора, на примере промышленных секторов в последние годы подтверждает эти тенденции. Представленные показатели иллюстрируют результаты отмены государственного контроля на ряде предприятий электроэнергетики в США в последние годы и рост инвестиций в развитие мобильной связи во всем мире. Устойчивый рост популярности проектного финансирования для PPP-проектов (инфраструктура и недвижимость) также очевиден.

При другом подходе рассмотрения процесса формирования механизмов проектного финансирования эксперты выделяют три этапа развития, на которых оно имело набор наиболее свойственных рисков и возможность их снижения.

Первый этап. При дефиците собственных ресурсов развивающихся стран и их крайне низкой интеграции в мировой финансовый рынок в 50-70-е годы прошлого века, одной из форм их поддержки, проводимой международными финансовыми организациями (группой Мирового банка, включающей МБРР, МАР и МФК), стало предоставление займов на капитальное строительство. Деятельность международных организаций сформировала базовые условия проектного финансирования:

- его целевой характер (при участии МБРР построены крупнейшие африканские электростанции);
- повышение стоимости займов и кредитов за счет увеличения надбавки, компенсирующей риски (в некоторых случаях при существенных рисках процентная ставка достигала 7% годовых);
- долгосрочный характер заимствований (до 20 лет);

- использование инструментов минимизации кредитного риска за счет анализа финансового положения заемщика, распределения рисков между участниками проекта, требования надлежащих финансовых гарантий;
- стратегия развития проектов определялась в зависимости от соотношения «внутренних» (мобилизуемых за счет собственных средств) и «внешних» (кредитование «импортной» составляющей контрактов – от 7 до 80% проектных издержек) источников;
- сочетание банками в ряде случаев организационных и непосредственных кредитных функций.

Несмотря на то, что кредиты и займы группы Мирового банка не покрывали потребностей развивающихся стран, их участие привело к следующим позитивным результатам:

- был открыт доступ к ним частного капитала (по оценкам аналитиков, при сравнительно небольшом объеме выделенных кредитов, составивших на конец 1968 года около 13 млрд. долл. США, международные банки фактически организовали инвестиции в размере более 40 млрд. долл. США)¹;
- мобилизовалась деятельность местных компаний и государственных структур, что выразилось в покрытии части проектных издержек за счет их собственных средств и организации механизма наибольшего благоприятствования для внешних инвесторов.

Таким образом, на первом этапе для проектного финансирования были более свойственны экономические риски на фоне очевидной слабости государственного аппарата заемщиков и отсутствия фактической альтернативы привлечения крупного иностранного капитала.

Второй этап. С приходом крупных частных банков в область международного проектного финансирования в начале 70-х годов прошлого века начинается второй этап его развития, продлившийся около 20 лет. Интерес банков связан с причинами глобального характера. Первая из них – отмена ограничений на распределение мирового рынка капиталов. Отмена золотовалютного стандарта в 1973 году и переход к плавающим валютным курсам сделали ненужным контроль за движением капиталов, что способствовало росту международных финансовых потоков: в период 1970 – 2000 г.г. годовой объем прямых инвестиций из семерки ведущих промышленно развитых стран

¹ ООН и международное экономическое сотрудничество/ Под ред. М.М. Максимовой – М.: Мысль, 1970. с. 393.

возрос примерно в 40 раз, портфельных – в 150 раз².

Второй причиной заинтересованности частных банков к области проектного финансирования стал энергетический кризис 1973 года, который привел к резкому взлету цен на энергоносители. Это повысило прибыльность нефтегазовых проектов³. После падения цен на нефть и газ в 1980-е годы банки стали внедряться в другие области экономики. Впоследствии образовались два направления развития проектного финансирования: с преимущественным участием международных организаций (группа Мирового банка, региональные банки развития) или частных банков из Великобритании, США, Канады, а также экспортно-импортных агентств («HERMES», «SACE», «JBIC» и т.д.)

Основные особенности второго этапа развития проектного финансирования, можно сформулировать следующим образом:

- финансирование проектов осуществляется с условием создания нового предприятия;
- реализация почти каждого проекта проводится с привлечением банковского консорциума;
- международные кредиты в большинстве случаев являются связанными, т.е. выделяются в целях стимулирования экспорта страны-производителя;
- создаются специализированные методики оценки финансовых потоков с учетом долгосрочного характера их финансирования и отсутствия традиционного (достаточного) обеспечения;
- намечается разделение организаторов финансирования по регионам: английские и американские банки, которые изначально были организаторами финансирования по многим проектам на мировом рынке, постепенно уступают эту функцию европейским и азиатским банкам⁴;
- организуются специальные модели, предполагающие участие и, как следствие, ответственность государственных органов за реализацию национальных проектов, формируются специальные отраслевые модели снижения рисков в зависимости от капиталоемкости проекта, возрастает роль долгосрочных контрактов на поставку (приобретение) товаров и услуг в рамках проектов.

В этот период формировалась «классическая» модель проектного финансирования, описание которой в частности, содержится в «EUROMONEY» - «Project Financing».

² Экспорт от 14.01.2002. № 1. с. 59.

³ Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей – М.: Прогресс, 1992. с. 449-450.

⁴ Хмыз О.В. Финансирование глобальных инвестиций // Финансы и кредит – 2007. – № 19 с. 17.

Характеризуя мировой рынок в 70-80 годов прошлого века, отметим его существенную ограниченность: международные финансовые потоки почти не охватывали стран социалистического блока. Таким образом, на втором этапе развития проектного финансирования к экономическим рискам его реализации все более прибавляются политические вследствие набирающего силу влияния международных инвесторов (кредиторов) на финансовую производственную и торговую деятельность отдельных государств-заемщиков, выражавшегося либо в ее стимулировании, либо, напротив, в ослаблении.

Третий этап. С начала 90-х гг. и по настоящее время специалисты выделяют третий этап развития рынка, который они характеризовали как «расширенное» проектное финансирование⁵. Его определяют следующие события:

1. Договоренности Мексики, Венесуэлы, Филиппин с иностранными кредиторами о реструктуризации внешнего долга, что возобновило долгосрочное кредитование этих стран.
2. Принятие на правительственном уровне рядом стран с развитой экономикой нормативных документов, облегчающих доступ внешних и внутренних инвесторов к национальным рынкам капитала.
3. Экономические преобразования в Восточной и Центральной Европе, а также в Латинской Америке, Африке, Азии, связанные с приватизацией в отраслях топливно-энергетического комплекса и внедрение концессионных схем.

Вопрос о том можно ли рассматривать определенные виды структурного финансирования как проектное финансирование, остается спорным, а границы между проектным финансированием и финансированием проектов не всегда точно определены, рыночная статистика, собранная из различных источников может существенно различаться, однако общие тенденции и масштаб проектного финансирования достаточно очевидны. Структуры проектного финансирования могут отличаться для различных видов договоров: не существует такого понятие как «стандартное проектное финансирование», поскольку каждый договор имеет свои собственные уникальные характеристики. Но существуют общие принципы, лежащие в основе подхода проектного финансирования. Далее представлены некоторые типичные характеристики проектного финансирования.

- Оно осуществляется для «ограниченного» проекта (такого, который юридически и экономически является самодостаточным) через юридическое лицо,

⁵ Кох И.А. Портфельное и проектное инвестирование // Финансы и кредит – 2008. – № 24 с. 37; Иескомб Э.Р. Принципы проектного финансирования / Под общей ред. Рябых С. – М.: АО Вершина, 2008. Шмидхейни С., Заравкин Ф. Финансирование перемен. – М.: Ноосфера, 2000.

специализирующееся в этом направлении (обычно это компания), бизнес которого определяется только этим проектом.

- Как правило, чаще оно применяется для нового проекта, чем для уже созданного бизнеса (хотя ссуды могут рефинансироваться).
- Отношение долга к собственному капиталу («финансовый рычаг») высоко – грубо говоря ссуда при проектном финансировании может составлять 70-90% стоимости проекта.
- Для заемного капитала проектного финансирования инвесторы либо не предоставляют гарантий (безресурсное финансирование), либо они ограничены (финансирование с ограниченным ресурсом).
- Заимодавцы при выплате процентов и долгов (обслуживание долга) рассчитывают скорее на будущую прибыль от проекта, чем на стоимость активов или анализ финансовых результатов.
- Основными гарантиями для заимодавцев являются контракты проектной компании, лицензии или права собственности на пользование природными ресурсами; стоимость физических активов, вероятно, будет немного меньше, чем стоимость долга, если они будут распроданы в результате невыполнения условий финансирования.
- Проект имеет ограниченный срок жизни, определяемый такими факторами, как срок действия контрактов или лицензий или величина запасов природных ресурсов, а следовательно, долг проектного финансирования должен быть полностью выплачен к концу проекта.

Проектное финансирование состоит из многочисленных элементов, однако не все они обязательно будут входить в каждое соглашение о проектном финансировании, и вполне могут существовать контракты и соглашения помимо тех, что указаны на Схеме 1.

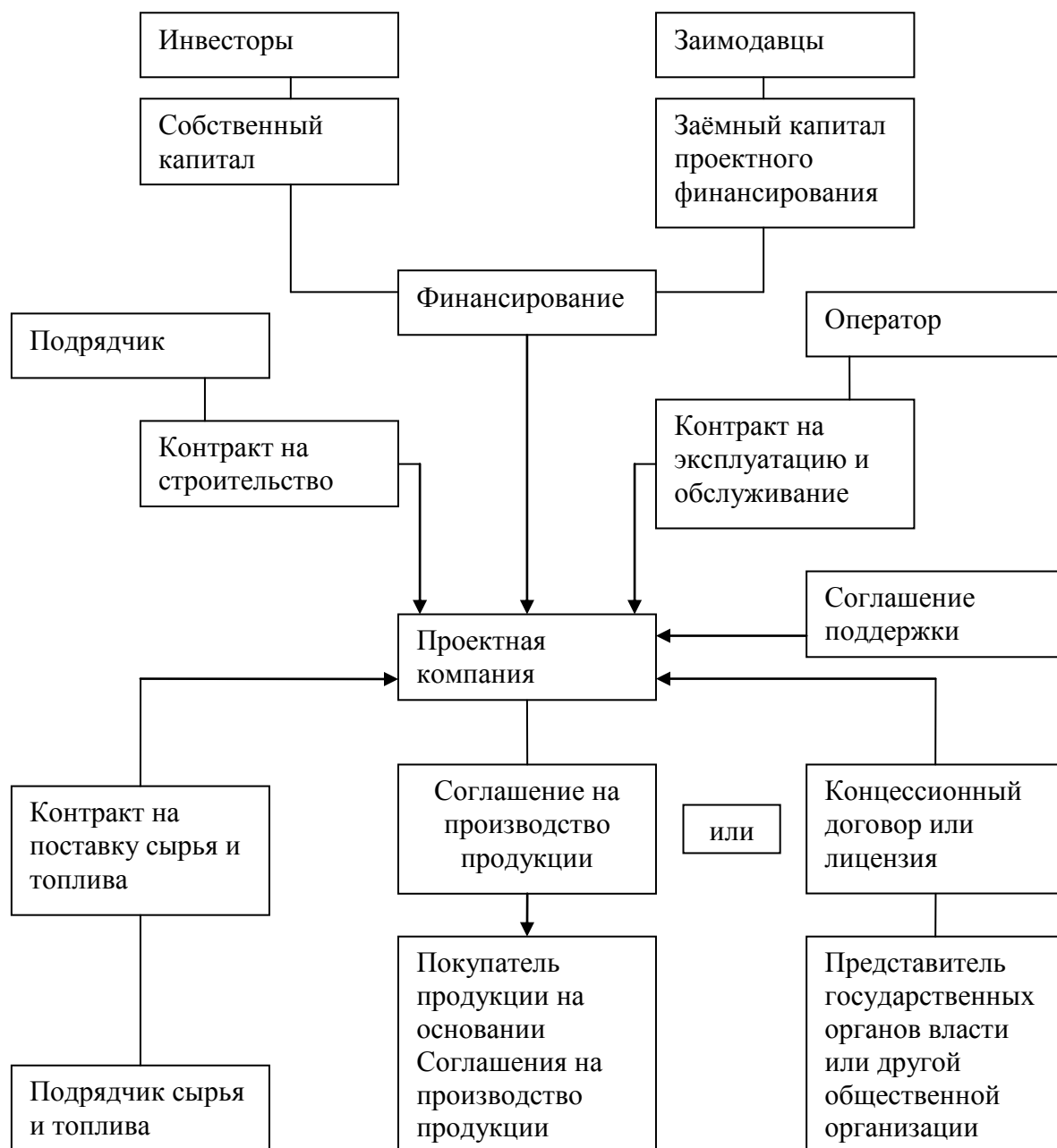


Схема 1.2.1 Упрощенная структура проектного финансирования

У проектного финансирования две составляющих:

- Собственный капитал, предоставленный инвесторами проекта;
- Заемный капитал проектного финансирования, предоставленный одной или несколькими группами заимодавцев.

Заемный капитал проектного финансирования приоритетен; доход инвесторов от собственного капитала в этом случае больше зависит от успешности всего проекта в целом.

Контракты, заключенные проектной компанией, обеспечивают поддержку проектному финансированию, в частности путем перераспределения рисков среди других участников проекта на основании контрактов, частично формирующих гарантии для заимодавцев.

Проектные контракты могут включать:

- Соглашение о проекте, которое может быть либо соглашением на производство и продажу продукции (Off-take Contract)(например, соглашение о покупке энергии), на основании которого продукция, произведенная в рамках проекта, будет продаваться в соответствии с формулой долгосрочного ценообразования, либо концессионным договором (Concession Agreement) с представителем государственных органов власти или другой общественной организации, которое дает проектной компании право реализовывать проект и получать прибыль от него, поставляя услуги или государственному сектору (например, общественные здания), или непосредственно населению (например, платная автомобильная дорога). Кроме того, проектная компания может иметь лицензию на производство работ согласно общепринятому законодательству (например, сеть мобильной связи);
- Другие проектные контракты:
 - Договор на инжиниринг, поставку оборудования и строительство, или «сквозной контракт» (Engineering Procurement and Construction (EPC) Contract) «под ключ», согласно которому проект будет разработан и реализован за определенную цену к определенной дате;
 - Контракт на поставку сырья и топлива (Input Supply Contract), согласно которому топливо или другое сырье для проекта будут поставляться в согласованных объемах и по согласованной цене;
 - Контракт на эксплуатацию и обслуживание (Operation and Maintenance (O&M) Contract), согласно которому третьи лица будут нести ответственность за управление проектом, после того как он будет завершен;
 - Соглашение о правительственной помощи (Government Support Agreement) (обычно применяется в развивающихся странах), которое может обеспечить различные виды поддержки, такие как гарантии закупок или налоговые льготы, для инвестиций в проект.

1.3. Проектное и корпоративное финансирование

Проектное финансирование следует отделять от традиционных механизмов финансирования инвестиционных проектов.

Традиционные механизмы предполагают, что если компания привлекает финансирование на реализацию конкретного проекта, сторона, предоставляющая финансирование, например в виде обычного кредита, финансирует не этот конкретный проект, а уже существующую компанию, планирующую этот проект реализовать. Это принципиально важно, так как в этом случае источником денежных средств для возврата полученного

финансирования становится свободный денежный поток компании, генерируемый всей её деятельностью, а не только рассматриваемым проектом. Обеспечением и гарантией возврата предоставляемого финансирования становятся все активы компании, а не только те, которые были приобретены для реализации нового инвестиционного проекта.

Существует представление о проектном финансировании, как о банковском долгосрочном кредитовании промышленных инвестиционных проектов. Долгосрочное банковское кредитование инвестиционных проектов может рассматриваться при определённых условиях лишь одной из форм проектного финансирования, частным случаем проектного финансирования.

1.4. Проектное и структурное финансирование

Несмотря на то, что у сделок проектного финансирования существуют общие характеристики, не все составляющие могут использоваться в конкретном проекте, например:

- Если в рамках проекта производятся товары общего потребления, для которых существует широкий рынок (например, нефть), то нет необходимости в заключении контракта на покупку продукции;
- Для проекта, связанного с платной автодорогой, заключается концессионное соглашение, но не заключается контракт на покупку;
- Для проекта по развитию сети мобильной телефонии, как правило, не предусмотрено заключение контракта, где зафиксирована стоимость проекта и сроки строительства, а также контракта на покупку продукции;
- Проекты, связанные с разработкой полезных ископаемых или нефти и газа, основаны на концессии или лицензии на добычу сырья, но проектная компания может продавать продукцию на рынке без контракта на покупку;
- Проект, который не подразумевает использование топлива или аналогичного сырья, не требует контракта на поставку сырья;
- Соглашение о федеральной помощи, как правило, заключается для проектов в развивающихся странах.

Следовательно не существует четких границ между проектным и другими типами финансирования, в которых привлекаются относительно крупные суммы. Кроме того, границы стираются по мере того, как сделки рефинансируются и рефинансирование принимает черты корпоративного займа.

Заимодавцы сами проводят границы между проектным финансированием и другими типами кредитования, принимая во внимание, что навыки, используемые кредитными специалистами в проектном финансировании, могут также быть использованы в других

типах операций. Многие заимодавцы рассматривают проектное финансирование как часть операции структурного финансирования, к которым можно отнести любой вид операции, где специализированный целевой инструмент (Special purpose vehicle – SPV) используется для привлечения финансирования в рамках структур собственного и заемного капитала, с помощью которого создается прибыль для заемщика. Как результат к статистике рынка проектного финансирования нужно подходить с осторожностью, поскольку она может включать крупные сделки на стыке проектного и других типов структурного финансирования.

1. Финансирование дебиторской задолженности. Предоставление займов под прибыль устоявшегося бизнеса включает привлечение финансирования с помощью специализированного целевого инструмента, аналогично проектной компании (но, как правило, без учета бухгалтерского баланса истинного владельца денежного потока). Денежный поток может быть рассчитан для основного бизнеса (например, сети гостиниц) или с учетом прибыли от сторонних организаций (например, потребительское кредитование, торговые контракты и т. п.). Основное отличие от проектного финансирования заключается в том, что финансирование дебиторской задолженности основывается на предсказании денежного потока для строящегося проекта.
2. Секьюритизация. Если финансирование дебиторской задолженности обеспечивается за счет облигаций, то такой проект называется секьюритизацией дебиторской задолженности (также можно привести несколько примеров секьюритизации дебиторской задолженности в результате получения займов для проектного финансирования в банках, но пока направление не получило серьезного развития).
3. Финансирование, направленное на покупку контрольного пакета акций компании с помощью кредита (leveraged buyout – LBO) или приобретение компании группой менеджеров (management buyout – MBO). Такое финансирование с высоким соотношением собственного и заемного капитала предлагает приобретение существующего бизнеса через портфельных инвесторов (LBO-финансирование) или руководством компании (MBO-финансирование). Обычно оно основано на совокупности прибыли от бизнеса и стоимости его активов. Как правило, не привлекается финансирование для создания нового проекта и не используются контракты в качестве гарантий, как в проектном финансировании.

4. Финансирование поглощений. Возможно, самый крупный сегмент проектного финансирования. Поглощение позволяет компании А приобрести компанию В за счет займа с высоким финансовым рычагом.
5. Финансирование активов. Финансирование активов основывается на предоставлении займов под стоимость активов, которые можно легко продать на открытом рынке, например, для авиации или недвижимости (собственности), тогда как заем при проектом финансировании берется под прибыль от актива, который может иметь небольшую стоимость на открытом рынке.
6. Лизинг. Это форма финансирования, при которой права собственности на финансовый актив остаются у арендодателя (например, заимодавца).

1.5. Государственно частное партнерство (ГЧП): проектное финансирование, национализация и приватизация, коммерческие варианты ГЧП

Проектное финансирование следует отличать от приватизации, которая:

- либо передает права собственности на активы государственного сектора в частный сектор – этот процесс не обязательно вовлекает проектное финансирование; приватизированная, в прошлом государственная, компания, может привлечь любое финансирование в рамках корпоративного займа;
- либо предусмотрена для услуг, поставляемых частными компаниями, которыми ранее занимался государственный сектор (например, уборка улиц): опять же нет необходимости привлекать проектное финансирование, возможно частной компании не потребуются значительных капиталовложений, и поэтому нет необходимости в финансировании в принципе и можно использовать корпоративный заем для привлечения необходимых средств.

Проектное финансирование может соответствовать варианту, представленному на схеме 1, если компания нуждается в финансировании для строительства общественной инфраструктуры на основании контракта или лицензии, например:

- Контракт на покупку продукции, на основании которого будет реализован проект, позволяющий продавать продукцию организациям государственного сектора (например, строительство электростанции для дальнейшей продажи продукта электрической компании, которая занимается её распределением и принадлежит государству);
- Концессионное соглашение, на основании которого будет реализован проект для поставки услуг организации государственного сектора (например, снабжение государственного госпиталя предметами первой необходимости и оборудованием);

- Концессионное соглашение, на основании которого будет реализован проект для поставки услуги непосредственно потребителям, обычно предоставляемой государственным сектором (например, платная автодорога);
- Концессионное соглашение или лицензия, на основании которых будет реализован проект для поставки новых услуг потребителям (например, сеть мобильной связи).

Проектные соглашения с государственным сектором, которые обеспечивают основу для проектного финансирования, могут принимать несколько различных форм.

- Проекты на строительство – владение – управление и передачу прав собственности (build – own – operate – transfer (BOOT) projects). Проектная компания создаёт объект, владеет и управляет им на протяжении определенного периода времени, получая прибыль, а по его окончании права собственности на него передается обратно государственному сектору. Например, проектная компания может построить электростанцию, владеть ею 20 лет, в течении которых произведенная ею энергия будет продаваться на основании контракта на покупку, а по истечении этого периода права собственности будут переданы государству.
- Проекты на строительство – управление и передачу прав собственности (build – operate – transfer (BOT) projects) (также известны как Проекты на проектирование – строительство – финансирование – управление (design – build – finance – operate (DBFO) projects)). В этом случае проектная компания не имеет прав собственности на активы, используемые для обеспечения проектных услуг, однако она создает проект и имеет право получать прибыль от управления им (ей также может быть предоставлен договор аренды на землю сооружение проекта и связанных с ним зданий и оборудования в период действия проекта – такая форма известна под названием «Проект на строительство, аренду и передачу» (build – lease – transfer (BLT) project) или «Проект на строительство – аренду – управление и передачу» (build – lease – operate – transfer (BLOT) project). Эти структуры используются в тех случаях, когда Собственником проекта не может быть компания из частного сектора – к примеру, для дороги, моста или туннеля, – а следовательно, права собственности всегда остаются в государственном секторе.
- Проекты на строительство – передачу прав собственности и управление (build – transfer – operate (BTO) project). Практически тоже самое, что и BOT-проект, за исключением того, что государственный сектор не имеет прав собственности, пока строительство не закончено.
- Проекты на строительство – владение и управление (build – own – operate (BOO) projects). Это проекты, в которых права собственности на проект остаются в

проектной компании в течении всего срока жизни проекта – например частная электростанция или сеть мобильной связи. Следовательно, проектная компания получает прибыль от остаточной стоимости проекта (проектные соглашения с частным сектором обычно тоже относят к этой категории).

Понятно, что проектная компания всегда предпочитает владеть активами. Но с точки зрения проектного финансирования не так уж и важно, передаются ли права собственности на проект государственному сектору через определенный промежуток времени, или же навсегда остаются во владении компании из частного сектора, или никогда ей не принадлежат. Это объясняется тем, что реальная ценность при проектном финансировании определяется не фактом владения активами, а правом получать прибыль. Однако любая долгосрочная остаточная стоимость проекта (для ВОО-проекта, но не для ВООТ/ВОТ/ВТО-проекта) может иметь большое значение для инвесторов при оценке их вероятного дохода.

1.6. Финансовое моделирование

Для целей оценки эффективности проектов разрабатывается финансовая модель, на основе которой прогнозируются будущие денежные потоки проекта и различные показатели эффективности.

1. Цели и задачи, решаемые в рамках моделирования

При подготовке модели с целью моделирования прогнозных показателей действующего бизнеса используется следующий подход:

- Основа построения модели: исторические показатели (отчетность) и предпосылки по их изменению в течение прогнозного периода (с учетом инвестиционной программы);
- Цель: определение возможной долговой нагрузки / расчет ковенант при заданном уровне долга, анализ чувствительности к основным показателям.

Подход при моделировании проектов со стадии “greenfield” отличается от такового для моделирования развития действующего бизнеса:

- Основа построения модели: данные по доходам и затратам конкретного проекта;
- Цель: расчет окупаемости проекта для Банка (возврат долга и ковенанты) и акционеров, расчет критериев конкурса (для ГЧП-проектов) и разработка стратегии победы, оптимизация структуры, расчет чувствительности к основным показателям.

Наиболее трудозатратные и сложные модели разрабатываются для частного партнера при участии в ГЧП-конкурсах ввиду следующих факторов:

- Требования, устанавливаемые конкурсной документацией;

- Пожелания клиента к детализации модели для внутренних целей;
- Существенные риски при наличии ошибок (как правило, проводится независимый аудит модели).

2. Требования к моделям

Требования к моделям на ГЧП-конкурсах в России, как правило, стандартные и близки к требованиям, сформулированным ВЭБ:

- Логичная структура;
- Разделение допущений, расчетов и результатов;
- Действующие ссылки, отсутствие скрытых блоков, нежелательны ссылки на внешние файлы;
- Отсутствие циклических ссылок;
- Требования к составу исходных данных и результатов.

Также к финансовым моделям часто предъявляются дополнительные требования, предъявляемые заказчиками модели и финансирующими организациями, облегчающие работу с моделью (“best practice”):

- Форматирование ячеек в зависимости от их назначения (“colour coding”): исходные данные, суммирующие ячейки, расчет макросом и т.д.;
- Отсутствие длинных формул с множественными ссылками на другие листы модели (возможное решение: разбивка расчетов на несколько строк и дублирование входных данных прямой ссылкой);
- Проверка вычислений модели: сходимости баланса, корректность работы макросов, отсутствие отрицательных потоков, ковенанты и т.д.;
- Подписи единиц измерений (в т. ч. реальные / номинальные).

Также при разработке модели нужно учитывать специфические требования, которые могут предъявляться конкурсной документацией и клиентом (например: двуязычная модель, расчет потоков в реальных ценах, дополнительные сценарии финансирования, отсутствие макросов).

Любая финансовая модель должна содержать как минимум 3 листа:

- Исходные данные;
- Расчеты;
- Результаты.

При выборе варианта, как будет организована структура расчетов в модели, возможны два подхода:

- Все расчеты на одном листе: при данной структуре легко отследить внутренние связи, но одновременно усложняется “навигация”;
- Разбивка расчетов по блокам (CAPEX, OPEX, финансирование, налоги и т.д.): при данной структуре легче ориентироваться в расчетах, но проверка формул усложняется (возможное решение: дублирование результирующих строк на разных листах).

Структура также может определяться наличием различных временных разбивок в модели (например ежемесячно / поквартально) – в этом случае расчеты с различными временными разбивками следует делать на отдельных листах.

3. Вводные данные

Исходные данные необходимо вводить в модель на отдельном листе(-ах) с соответствующим форматированием ячеек.

При группировке исходных данных модели обычно происходит разделение предпосылок, зависящих от времени (Time-based-assumptions – “ТВА”), и предпосылок, не зависящих от времени (Non-time-based-assumptions “Non-ТВА”).

При формировании дат в модели необходимо учитывать следующее:

- Применение дат в модели: только расчет флага или расчет доли периода (для событий, происходящих в середине периода);
- Аккуратный подход к использованию дат в формулах (гибкость к изменению дат либо проверки на некорректный ввод);
- Учет ключевых дат в начало или конец расчетного периода;
- Формирование timeline: учесть потребность в поиске значений на заданную дату и суммировании для получения годовых значений.

При использовании различных индексов роста различных показателей необходимо учитывать следующее:

- Для подготовки модели рекомендуется использование официальных прогнозов для макроэкономических и отраслевых индексов роста (например, инфляция по оценкам МЭРТ);
- Если в модели несколько вариантов индексации – необходимо предусмотреть флаг выбора индекса для обеспечения гибкости

Капитальные затраты обычно являются основными входными данными для модели. Для их корректного внесения в модель необходимо:

- Заранее согласовать формат предоставления данных по капитальным затратам;
- Зарезервировать дополнительные пустые строки в таблицах для непредусмотренных категорий затрат.

Для упрощения расчетов желательна минимальная детализация статей капитальных затрат. Основные факторы, влияющие на детализацию входных данных по капитальным затратам:

- Отдельные объекты в составе одного производственного комплекса (возможны также расходы, которые надо «размазывать» в расчетах);
- Налоги (НДС, налог на имущество);
- Сроки полезного использования (упрощается для концессии);
- Требования КД и/или Клиента к детализации;
- Индексация.

При недостаточно детальной разбивке капитальных затрат требуется вводить дополнительные вводные (процентки) по распределению затрат во времени или по структуре затрат. Также возможно использование флагов для обеспечения гибкости расчетов, связанных с капитальными затратами.

При вводе операционных затрат в модель, как минимум, данные по оплате труда и страхованию должны быть представлены отдельно от общего объема. Также необходимо учитывать индексации

Другие параметры, на которые также следует обращать внимание при подготовке входных данных:

- Предоставление сумм с учетом или без НДС;
- Индексируемые или не индексируемые суммы, в том числе, в ценах какого года они задаются (выбор базовой даты);
- Валюта сумм (зачастую не уделяется должное внимание);
- Суммы по оплате труда включают / не включают страховые взносы;
- Задвоение расчетов (например, гарантии на стадии строительства);
- Согласованность дат;
- Длительность расчетных периодов.

4. Принципы построения счетов

Основной принцип построения счетов – равенство активов сумме обязательств и собственного капитала.

$$\text{Assets} = \text{Liabilities} + \text{Equity}$$

Счет позволяет связать баланс и другие формы: при обнулении счета баланс будет сходиться.

Особенность использования счетов в модели: корректно учитывать потоки (или CF или P&L), а также корректный выбор знака потоков (нужен единый подход).

Связь с формами отчетности: P&L – > Equity (нераспределенная прибыль); CF –> Assets (денежные средства).

Примеры счетов в финансовой модели:

- Долг + капитализированные проценты;
- Основные средства + амортизация + капитализированные расходы на обновление;
- Проценты начисленные и уплаченные;
- Дебиторская задолженность.

5. Презентация результатов

Подход к презентации результатов финансового моделирования:

При формировании отчета об Источниках и Использовании средств (Sources & Uses) необходимо учитывать следующее:

- За какой период считается (как определить инвестиционную фазу);
- Построение на основе Cash Waterfall;
- Необходима проверка сходимости;
- Учет остатков на счетах и погашенных обязательств (например кредита по НДС).

Также при формировании финансовой отчетности в модели необходимо учитывать требования к ней (управленческая / РСБУ / МСФО).

Основные особенности построения дисконтированных денежных потоков включают следующее:

- Налоговый щит (FCFF);
- Плавающий / фиксированный WACC;
- Учет налогового щита в WACC;
- Расчет доходности акционеров: альтернативные подходы (FCFE, cash-on-cash).