

2. Основные участники проектного финансирования

Литература:

- Э. Р. Йескомб, Принципы проектного финансирования – Москва: Вершина, 2008, Глава 4, 6.

2.1. Типы и виды финансирующих организаций (коммерческие банки, фонды, МФО, лизинговые компании, пенсионные фонды, Банки развития)

Одна из особенностей проектного финансирования – использование широкого круга источников, средств и методов финансирования инвестиционных проектов, в том числе банковских кредитов, эмиссий акций, паевых взносов в акционерный капитал, облигационных займов, лизинга, собственных средств компании (амортизационных фондов и нераспределенной прибыли) и т.д.

Частные займы для проектного финансирования обеспечиваются двумя основными источниками: коммерческими банками и инвесторами в облигации. Коммерческие банки обеспечивают долгосрочные займы для проектных компаний; держатели облигаций (как правило, это долгосрочные инвесторы, такие как страховые компании и пенсионные фонды) покупают долгосрочные облигации, выпускаемые проектными компаниями. Хотя законодательные структуры, процедуры и рынки различны, критерии, по которым привлекаются займы, практически одинаковы на всех рынках.

Коммерческие банки – это самые крупные заимодавцы проектного финансирования. Это самый распространенный вид финансирования.

Анализируя причины заинтересованности банков в участии в проектах, реализуемых на принципах проектного финансирования к основным выгодам банка можно отнести:

- увеличение, а в идеале максимизация, прибыли. Кредитование инвестиционных проектов клиентов для банков более высокорисковый продукт, нежели обычное кредитование на пополнение оборотных средств, соответственно, маржа кредитора по долгосрочным кредитам выше, чем при краткосрочном кредитовании;
- увеличение объема кредитного портфеля. Для реализации инвестиционных проектов зачастую требуются значительные кредиты, которые по мере их выдачи сильно влияют на увеличение объема кредитного портфеля, особенно в региональных филиалах крупных банков; при этом может возникнуть риск зависимости кредитного портфеля и качества обслуживания долга от финансового состояния и успеха реализации проектов небольшого количества заемщиков;
- привлечение новых клиентов для удержания занимаемых позиций на рынке/увеличения занимаемой доли рынка. Банк может и должен использовать проектное финансирование как продукт-локомотив для привлечения и удержания

клиентов (занимаемой доли рынка) по средствам развития долгосрочных партнерских отношений, а также для прорывного выхода на совершенно новые для себя рынки (территории);

- кросс-продажи сопутствующих банковских продуктов.

Основными сопутствующими проектному финансированию банковскими продуктами, предоставляемыми заемщикам, являются:

- расчетно-кассовое обслуживание;
 - кредитование на пополнение оборотных средств и предоставление овердрафтов;
 - торговое финансирование;
 - реализация зарплатных проектов и предоставление иных продуктов розничного банковского бизнеса для сотрудников кредитуемой компании и покупателей ее продукции (например, эквайринг, банкоматы и потребительское кредитование в торговом центре, возводимом при участии банка, после завершения его строительства и пуска в эксплуатацию). В последующем, при достижении предприятием соответствующего уровня развития — организация облигационных займов и IPO;
 - консалтинг и др.;
- формирование ресурсной базы банка. В кредитных договорах банки, как правило, помимо обязательства заемщика о проведении расчетов по проекту через специально открываемый расчетный счет, оговаривают обязательства заемщика о проведении определенного объема кредитовых оборотов в период действия кредитного договора по открываемому расчетному счету, причем желательно с указанием обязательного неснижаемого остатка — таким образом, банки формируют свою предсказуемую пассивную базу на долгосрочный период;
 - имиджевая составляющая, PR кредитующей организации. Кроме материальных выгод, от финансирования проекта можно получить также и нематериальные - например, «бесплатная» реклама при открытии финансируемого проекта (торгового центра или при запуске в эксплуатацию значимого для города или региона производства) и улучшение/укрепление отношений с местными органами власти, что немаловажно для целей благополучного роста бизнеса банка в данном регионе как в долгосрочной, так и в краткосрочной перспективе.

Как правило, для проекта в отдельной стране лучше привлечь займы из местных банков, прежде всего потому, что они знают местные условия, а так же поскольку они предоставляют средства в национальной валюте, что позволит устранить риск, связанный

с обменным курсом. Таким образом, в развивающихся странах проекты, как правило, финансируются местными банками или местными филиалами иностранных банков. В некоторых развивающихся странах, однако, такой подход может быть неэффективным. Местные банки могут не предоставлять услуг долгосрочного кредитования или не иметь опыта проектного финансирования. В некоторых развивающихся странах (таких как Индия и Бразилия) существует государственный сектор местных банков развития, которые могут помочь заполнить брешь, если местные коммерческие банки не способны обеспечить необходимое финансирование, но их возможности также ограничены. Таким образом, международный банковский рынок так же играет важную роль в проектном финансировании в развивающихся странах.

Международные финансовые организации (МФО) играют особую роль в становлении и развитии проектного финансирования. В общем виде можно выделить три аспекта:

- Отработка новых методов и схем проектного финансирования, которые в дальнейшем могут тиражироваться и использоваться коммерческими банками и другими частными кредитно-финансовыми структурами;
- Выполнение роли организаторов финансирования проектов на основе схем проектного финансирования;
- Финансовое участие в проектах в случаях, когда организаторами финансирования выступают иные структуры.

К разряду международных финансовых организаций относятся организации, обслуживающие межгосударственные валютные, кредитные и финансовые отношения. Наиболее известные из них – Международный валютный фонд (МВФ), группа Мирового банка (МБ), Европейский банк реконструкции и развития, региональные банки развития, региональные валютно-кредитные и финансовые организации Европейского союза, Банк международных расчетов и т.д.

Многосторонние банки развития - категория международных финансовых организаций, специализирующихся на льготном финансировании инвестиционных проектов. Капитал многосторонних банков развития, как правило, формируется за счет взносов стран-членов и заимствований на мировом финансовом рынке.

Многосторонние банки развития, особенно банки с небольшим числом стран-членов, выступают в качестве проводников интересов стран-членов. Примером таких банков могут служить:

- Азиатский банк развития
- Европейский банк реконструкции и развития
- Исламский банк развития

– Межамериканский банк развития и т.д.

Лизинг – вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его на основании договора лизинга физическим или юридическим лицам за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях, обусловленных договором, с правом выкупа имущества лизингополучателем. Рынок лизинговых услуг характеризуется многообразием форм и моделей лизинга. В соответствии с условиями амортизации лизингового имущества выделяют финансовый и операционный лизинг. При финансовом лизинге предмет лизинга передается лизингополучателю на срок, соизмеримый по продолжительности со сроком полной амортизации имущества или превышающий его. Предмет лизинга переходит в собственность лизингополучателя по истечении срока действия договора лизинга или до его истечения при условии выплаты лизингополучателем полной суммы, предусмотренной договором. В случае операционного лизинга лизингодатель передает предмет лизинга на срок, меньший срока амортизации и по завершении договора лизинга, как правило, получает его обратно. У лизинга есть одно существенное преимущество, заключающееся в том, что данный метод привлечения инвестиций по своей природе потенциально менее рискован для инвестора, чем обычный кредит. Лизинговая компания сохраняет право собственности на арендуемое имущество, и это дает ей неоспоримое право в случае невыполнения лизингополучателем обязательств по договору вернуть его в свое владение. Кредитор таким правом в отношении заложенного имущества не обладает. Лизинговые схемы во многих случаях представляют собой вариант защиты кредитной сделки. Для кредитора включение в кредитную цепочку промежуточного агента в лице лизинговой компании означает появление дополнительного гаранта целевого использования кредита, а также звена, контролирующего использование лизингового имущества на протяжении периода возврата кредитных средств.

Пенсионные фонды являются важными акционерами публичных и частных компаний. Они особенно важны для фондового рынка, где доминируют огромные институциональные инвесторы. Morgan Stanley оценивает стоимость активов, принадлежащих пенсионным фондам, в \$20 трлн., что делает их крупнейшими инвесторами по сравнению с взаимными фондами, страховыми компаниями, золотовалютными резервами, суверенными фондами, хедж-фондами и частными инвестиционными фондами.

Инфраструктурные фонды

- Имеют портфель инфраструктурных проектов
- возможно акционерное финансирование в PFI проектах

– Могут торговаться на фондовой бирже.

2.2. Страховые компании

На начальном этапе разработки проекта спонсорам проекта необходимо привлечь страхового брокера, который обладает опытом страхования сделок, как при проведении проектного финансирования, так и в стране размещения проекта, в качестве консультанта, а со временем он будет участвовать в создании программы страхования.

Брокер так же играет важную роль в процессе обмена информацией о проекте со страховой компанией. Это очень важно, потому что контракт на оказание страховых услуг подчиняется основному правилу Закона о страховании, которое заключается в том, что все желающие обязаны дать страховщику всю информацию, которая может повлиять на налогообложение и касается их деятельности. В случае если информация была скрыта от страховщика, он не обязан выплачивать компенсации по страховому полису.

Следовательно, брокер обязательно должен работать с проектной компанией и спонсорами, чтобы не возникло такой проблемы.

Очень часто вознаграждение брокеров составляет определенный процент от страховых премий, но понятно, что это не стимулирует их добиваться снижения страховых премий, поэтому выгоднее договариваться о фиксированной цене за их работу.

Страхование осуществляется в два этапа: на первом проводят страхование на весь период сооружения проекта (сюда также входит и период запуска и тестирования), а на втором проводят ежегодное возобновление действия страховых полисов в течение всего периода эксплуатации. Следует отметить, что страхование на стадии эксплуатации не может быть проведено заранее и не подразумевает фиксированной величины премии.

2.3. Государственные органы

Участвуя в инвестиционных процессах, государство может использовать методы косвенного стимулирования (налоговые льготы, государственные гарантии и тд.), так и методы прямой бюджетной поддержки инвестиций в стратегически важных отраслях.

Прямая бюджетная поддержка может осуществляться в следующих формах:

- Бюджетные ассигнования на безвозмездной основе могут иметь весьма ограниченные масштабы и применяться в основном в отношении предприятий и организаций, действующих в государственном секторе экономики и имеющих стратегическое значение.
- Бюджетные инвестиции предполагают участие государства в капитале компании (организации) – получательницы бюджетных средств. Широкое использование такого метода бюджетного финансирования инвестиций в частном секторе означает, что буде происходить постепенная национализация частных предприятий

и организаций, а это может противоречить экономической политике государства, не желающего восстановления старой модели командной экономики.

- Бюджетные кредиты (т.е. финансирование на возвратной и возмездной основе) представляют собой достаточно гибкий и универсальный инструмент государственного стимулирования капиталовложений. Его использование в достаточно больших масштабах предусматривается в принимаемых каждый год законах о федеральном бюджете РФ. Данная форма по сравнению с остальными имеет очевидные достоинства:
 - Стимулирование предприятий и организаций эффективно использовать получаемые средства (не порождается иждивенческого настроения);
 - Государство не втягивается в процесс управления предприятием (организацией) – получателем бюджетных средств;
 - Не происходит чрезмерного обременения государственных финансов, т.к. доходная часть бюджета при погашении задолженности предприятиями начинает пополняться за счет возвратных платежей.

2.4. Специальные государственные агентства.

Когда компания не может получить доступ к долгосрочным кредитам, она может прибегнуть к экспортно-кредитному финансированию для импортирования оборудования или сырья. Из-за рискованности операции, для реализации сделки необходимо искать страховщика, способного застраховать эти риски. Экспортные кредитные агентства - это общее название структур, занимающихся страхованием рисков экспортеров. Название, надо признать, не очень удачное, поскольку, во-первых, эти кредитные агентства занимаются скорее страхованием, чем собственно кредитованием, во-вторых, ЭКА существуют не только в форме специализированных государственных агентств, но и в виде банков - государственных или частно-государственных, а зачастую роль ЭКА и вовсе выполняют частные страховые компании.

Экспортные кредитные агентства (ЭКА) стали основываться с целью стимулирования экспорта товаров и услуг, производимых внутри страны-экспортера правительствами многих стран. ЭКА также использовались правительствами для организации помощи развивающимся странам в сфере финансирования поставки товаров и услуг, экспортируемых в эти страны. Кроме этого, такие агентства могут применяться для достижения определенных политических целей.

Экспортные кредитные агентства обычно представляют свои услуги в форме:

- страхования политических рисков;

- страхования коммерческих рисков (это может иметь такой же коммерческий эффект, как и гарантия);
- поддержания соответствующего уровня процентной ставки;
- прямого кредитования со стороны ЭКА (обычно импортера или покупателя).

Сами ЭКА предоставляют гарантии, страховку от рисков. А живые деньги дает западный банк-кредитор.

2.5. Строительные подрядчики

Строительные подрядчики – это организации, которые осуществляют строительство проекта. Часто они действуют по договору проектирования, поставок и строительства (Engineering Procurement and Construction – EPC), условия которого гарантируют фиксированную цену, включают спецификации и график строительства и условия ввода в эксплуатацию. Заимодавцы предпочитают контракты «под ключ» потому что это дает им одного ответственного за всех субподрядчиков и действия. Иногда, однако, два отдельных контракта с двумя аффилированными сторонами используются для установления договоренностей по строительству:

- контракт на установку, монтаж и ввод в эксплуатацию с одним;
- контракт на поставку оборудования с другим.

2.6. Операторы

Для эксплуатации и технического обслуживания проекта приглашают специализированную компанию-оператора. Часто к услугам оператора прибегают при реализации инфраструктурных проектов (транспорт, энергетика, водоотведение). Содержание работ подрядчика по эксплуатации и техническому обслуживанию необходимо четко определить для разграничения ответственности с проектной компанией. Последняя обязательно должна иметь соответствующие возможности для контроля деятельности оператора; функции корпоративного управления, как правило, остаются за ней же, в редких случаях они переходят к подрядчику по эксплуатации. В целом оператору следует сотрудничать только с проектной компанией, по крайней мере, по вопросам, которые касаются управления имуществом, финансов, страхования и проблем персонала, который не занимается техническим обслуживанием и эксплуатацией. Вознаграждение оператора может быть фиксированным или определяться по принципу «издержки плюс рентабельность»; последний вариант обычно используется в случаях, когда подрядчик несет ответственность за обслуживание наиболее значимых элементов проекта. Фиксированное вознаграждение может только компенсировать затраты по персоналу плюс прибыль, а другие расходы (оплата материалов и запасных частей)

оплачиваются проектной компанией. Фиксированное вознаграждение обычно дисконтируется относительно индекса потребительских или промышленных цен.

2.7. Рейтинговые агентства

Рейтинговые агентства — это организации, занимающиеся оценкой платёжеспособности эмитентов, долговых обязательств и т. д. Основным продуктом рейтинговых агентств — кредитный рейтинг. Он отражает риск невыплаты по долговому обязательству и влияет на величину процентной ставки, на стоимость и доходность долговых обязательств.

Наиболее известные международные рейтинговые агентства: Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's. В сфере проектного финансирования агентства могут присваивать рейтинг проектной компании и облигациям проектной компании.

Каждое рейтинговое агентство использует собственный уникальный подход при определении кредитного рейтинга:

- Подход Standard & Poor's

Рейтинг проектного долга S&P показывает вероятность наступления дефолта по этому долгу. Другими словами, это уровень определенности, с которым займодавцы могут рассчитывать на погашение основного долга и процентов своевременно и в полном объеме. В отличие от корпоративного долга, проектный долг обычно единственный долг в структуре капитала, и обычно он амортизируется по графику, основанному на жизненном цикле проекта. Важно также, что в отличие от корпоративных рейтингов S&P, отражающих риск на 3-5 лет, рейтинг проектного долга предназначен для отражения риска на протяжении всего срока долга.

Аналитический подход Standard & Poor's фокусируется на строительных и эксплуатационных рисках, долгосрочной конкурентной позиции проекта, его юридической характеристике и финансовом состоянии, словом на всех факторах, которые могут повлиять на возможность проекта приносить деньги и погашать кредиты. Для тщательной оценки денежных потоков проекта требуется провести системный анализ пяти основных факторов:

- Уровень риска проекта

Уровень риска проекта или риск присущий бизнесу проекта и отрасли, в которой он работает, определяет, может ли проект поддерживать непрерывную операционную деятельность на протяжении всего срока кредитования и, как следствие, сможет ли он обслуживать свои обязательства своевременно и в полном объеме.

- Структура сделки

Standard & Poor's выполняет детальную оценку особенностей структурирования проекта, чтобы понять, как они повлияют на возможность проектной компании погасить обязательства в срок.

- Суверенный риск

Некоторые риски могут быть исходить от государства. Главное правило: рейтинг акций проекта не может быть выше, чем рейтинг национальной валюты той страны, где расположен проект. Суверенный рейтинг показывает готовность и возможность государства обслуживать собственные облигации своевременно и в полном объеме.

- Риск развития бизнеса и правовых институтов

Даже если спонсор проекта и его юридические и финансовые консультанты структурировали проект таким образом, чтобы защитить его от легко предсказуемых возможных неприятностей, риски от неких присущих стране факторов могут неизбежно подвергнуть риску заимодавцев. Особенно это риски, относящиеся к деловым и юридическим институтам, потому что они влияют на возможность проекта функционировать, как запланировано.

- Подход Moody's

Moody's имеет обобщенную рейтинговую методологию по проектному финансированию и методологии по определению риска на инвестиционной и эксплуатационной стадии ГЧП-проектов. Обобщенная методология компании по проектному финансированию включает в себя разработанную шкалу оценок, основывающихся на ключевых факторах, принятых рейтинговым комитетом Moody's. Каждый ключевой фактор включает один-два подфактора, которые включают количественную и качественную оценку. Каждый подфактор должен обладать возможностью количественного ранжирования или другой описательной характеристикой для определения категории. То есть, они назначают категорию каждому подфактору, в соответствии с рейтинговой шкалой Moody's – Aa, A, Baa, Ba, B и т. д. Затем каждому ключевому фактору и подфактору присваивается удельный вес в соответствии с их важностью (Таблица 2.1). На основании этого выставляется конечный рейтинг. Затем этот рейтинг может изменяться в соответствии с рядом корректировок.

Четыре ключевых фактора, определяющих оценку проекта:

- » Фактор 1: Долгосрочная коммерческая жизнеспособность и конкурентоспособность
- » Фактор 2: Стабильность чистого денежного потока
- » Фактор 3: Воздействие событий риска
- » Фактор 4: Ключевые финансовые измерения

Для каждого приведенного фактора составлен набор критериев, позволяющих пользователю определить, как именно компания измерила этот фактор. Каждый из четырех факторов составлен из одного-двух подфакторов. Где это возможно, Moody's применяет количественные измерения. Для некоторых факторов при определении подходящей категории необходимо качественное суждение или эмпирическое наблюдение.

Факторы	Вес
Долгосрочная коммерческая жизнеспособность и конкурентная позиция	25%
Стабильность чистого денежного потока:	
• Предсказуемость денежного потока	40%
• Технологический и операционный риск	20%
Воздействие событий риска	15%

Применительно к проектному финансированию, Moody's анализирует риски и присваивает рейтинг проектам в зависимости от стадии проектного цикла. Для каждой стадии цикла (инвестиционная и эксплуатационная) разработана своя методология.

○ Риски на инвестиционной стадии

Ключевые показатели для присвоения рейтинга

- Размер контракта
- Сумма долга
- Сложность сферы деятельности
- Подрядчики
 - Рейтинг
 - Ответственность по обязательствам
- Третьи стороны
 - Рейтинг
 - Уровень поддержки
- Субсидии

○ Риски на операционной стадии

Более простая модель, но с большим количеством входных параметров.

4-х ступенчатая оценка:

- Оценка риска проекта
- Структура капитала
- Потери в случае дефолта
- Рейтинг покупателей

Рейтинговые агентства присваивают кредитный рейтинг облигациям на основании своего собственного независимого обзора рисков, связанных с проектом, с привлечением правовой документации и отчетов независимых консультантов (лидерами в сфере выпуска облигаций проектного финансирования являются агентства Standard & Poor's и Moody's Investor Services). Они рассматривают риски так же, как коммерческий банк.

Градация кредитных рейтингов начинается с высшего кредитного рейтинга AAA/Aaa до минимальной «инвестиционной отметки» BBB/Baa3 (если рейтинг ниже, то инвесторы облигаций не приобретают). Большая часть проектных компаний имеет низкий рейтинг (начиная с BB+/Ba1).

Некоторые банковские кредиты так же оцениваются рейтинговыми агентствами с целью содействия синдицированию и потому, что некоторые институциональные инвесторы начинают участвовать в банковском синдицированном кредитовании.

Работа рейтингового агентства уменьшает необходимость в проведении инвесторами в облигации тщательной процедуры due diligence. Если рейтинг облигации соответствует модели максимального риска инвестора, то он может просто решить купить ее, не проводя больше никаких исследований.