

3. Типология рисков и принципы разделения рисков между основными участниками проектного финансирования

Литература:

- Э. Р. Йескомб, Принципы проектного финансирования, – Москва: Вершина, 2008. Глава 7, 8, 9.

3.1. Виды рисков

Риски проектного финансирования могут быть подразделены на три основных вида.

- Коммерческие риски (также известны как проектные риски) – это риски, которые присущи самому проекту или рынку, на котором он функционирует.
- Макроэкономические риски (также известны как финансовые риски) относятся к внешним экономическим воздействиям, которые оказывают не прямое влияние на проект (например, инфляция, процентная ставка, коэффициенты обмена валют и т.п.).
- Политические риски (также известные как страновые риски) связаны с результатами деятельности правительства или политическими форс-мажорными обстоятельствами, такими как война или гражданское неповиновение (особенно ярко они проявляются в проектах, которые привлекают международное финансирование).

3.2. Оценка рисков и их распределение

Оценка риска – это сущность проектного финансирования. Это не математический процесс (здесь не применим метод моделирования Монте-Карло), хотя финансовое моделирование используется для оценки финансового эффекта ограниченного числа сценариев (так называемый сценарный анализ).

Следовательно, при проведении тщательной проверки участников контрактных отношений рассматриваются риски, которые обязательны для проекта, степень их компенсации при заключении соглашений, а также их разумность и приемлемость для кредиторов.

Один из стандартных подходов к этому представлен в таблице «матрицы рисков»:

- Что за риск?
- Покрывается ли он проектными контрактами?
- Какие меры предусмотрены для снижения риска, который не покрывается контрактами (например, использование гарантий или страхования)?
- Какое воздействие окажут некомпенсируемые риски на деятельность проектной компании (и, следовательно, каково их воздействие на кредиторов)?

Анализ рисков проектного финансирования основывается на:

- Процессе независимого контроля, который обеспечивает достоверность всей получаемой кредитором информации;
- Идентификации рисков, основанной на процедуре тщательной проверки деятельности всех участников контрактных отношений в рамках проекта;
- Распределении рисков среди соответствующих участников проекта на основании соответствующих положений проектных контрактов;
- Определении размера и учете приемлемости остаточных рисков проектной компании.

Безусловно, независимый контроль и оценка риска – это процедуры, которые используются не только в проектном финансировании, и любое финансирование связано с риском. Но процесс распределения рисков на основании контрактной стратегии при привлечении финансирования – это характерная черта именно проектного ПФ.

Следует отметить, что анализ со стороны кредиторов основан на оценке влияния, которое может оказать отдельный риск на жизнеспособность всего проекта. В результате спонсоры могут подумать, что кредиторы обращают особое внимание на риски, которые вряд ли повлияют на проект и, следовательно, обладают низкой коммерческой значимостью.

Хотя может показаться, что в проведении процедуры due diligence участников контрактных отношений и оценке риска в первую очередь заинтересованы кредиторы, совершенно очевидно, что если спонсоры не сделают то же на первом этапе своей работы, то они будут не в состоянии обеспечить готовность проекта к привлечению финансирования.

Теоретическая основа заключается в следующем: риски следует распределять среди тех, кто наилучшим образом сумеет их контролировать и управлять ими, например, риск позднего завершения строительных работ и его финансовые последствия, безусловно, следует отнести к юрисдикции подрядчика по строительству, за исключением случаев, когда это произошло вследствие событий, которые не поддавались их контролю (форс-мажорных обстоятельств).

На самом деле распределение риска также основывается на влиянии различных участников на переговорный процесс и может отнять львиную долю времени в процессе переговоров при заключении проектных соглашений; цена, выплачиваемая за контракт, может повыситься вследствие рисков, которые дополнительно принимают на себя стороны.

Однако другие участники проектных контрактов должны осознавать, что если проектная компания решит привлечь финансирование с высоким финансовым рычагом, то ее возможности оплачивать риск ограничены: риск не перекладывают на участника, который не способен отвечать по финансовым обязательствам в случае наступления события. Соответственно, желание покупателя или государственного партнера по контракту получить максимально низкий тариф обычно предполагает, что он должен принять на себя более высокий уровень риска.

Достаточно распространенной ошибкой на начальной стадии переговоров по проектным контрактам является желание оставить слишком много рисков под ответственность проектной компании: это приведет к возникновению проблем на более позднем этапе работы – в процессе привлечения финансирования. С другой стороны, передача всех рисков под ответственность других участников проектных контрактов тоже неэффективна: если им будут предложены слишком высокие риски, то они будут ожидать соответствующего дохода на собственный капитал, что скажется на стоимости проекта и доходах инвесторов.

В рамках финансовой структуры должен быть проведен тщательный анализ распределения риска между собственным капиталом и кредитом. Кредиторы не являются инвесторами, хотя в пылу спора спонсоры часто любят использовать такое определение. Если бы кредиторы выступали в роли инвесторов, то они должны были бы получать доход на собственный капитал, но они его не получают; обычно в успешном проекте валовая ставка доходности по меньшей мере в два раза больше, чем процент по кредиту, в соответствии с различием в рисках. Поскольку собственные возможности проектной компании ограничиваются низким уровнем собственного капитала, в некоторых случаях риск передается спонсорам.

3.3. Экваториальные принципы

Экваториальные принципы - исходные ориентиры, используемые в финансовой сфере для определения оценки социальных и экологических рисков в рамках проектного финансирования.

По инициативе IFC 4 июня 2003 г. десять ведущих международных банков одобрили добровольные руководящие принципы, основывающиеся на политике безопасности IFC по оценке экологических и социальных рисков. На данный момент банки, одоббившие экваториальные принципы занимают более 75% рынка проектного финансирования. Среди них крупнейшие участники рынка проектного финансирования (Citigroup Inc.,

WestLB AG, Credit Suisse Group, JPMorgan Chase, Dresdner Bank, ABN AMRO Bank, N.V. и т. д.).

Каждый банк, одобряющий экваториальные принципы, самостоятельно заявляет, что он реализовал или реализует внутренние инициативы и мероприятия, соответствующие этим принципам. Кредитные средства не будут предоставляться клиентам, которые не в состоянии выполнять требования экологической политики банков. Эти принципы распространяются на все сектора экономики и на все проекты с объемом финансирования 50 млн. долл. США и более¹.

Все проекты категоризируются банками на группы:

- Категория А: проекты, реализация которых может повлечь за собой необратимое, различное и беспрецедентно негативное влияние.
- Категория В: проекты, реализация которых приводит к меньшим негативным эффектам, чем Категории А, и негативное влияние которых может быть обратимо или снижено.
- Категория С: проекты, реализация которых не приводит к вредному воздействию на окружающую среду, например, рефинансирование уже существующих проектов.

Для проектов А и В требуется проведение экологической оценки с целью идентификации критичных экологических и социальных последствий. Предметом экологической оценки должны стать такие вопросы как:

- Защита здоровья населения, собственность на предметы культуры и биологическая вариативность, включая вымирающие виды и чувствительные экосистемы;
- Использование вредных веществ;
- Производственная гигиена и безопасность труда;
- Пожарная и личная безопасность;
- Социоэкономические последствия;
- Приобретение и использование земли;
- Принудительное переселение;
- Влияние на местное население и общины;
- Совокупное влияние на существующие проекты, предложенные к реализации проекты и возможные будущие проекты;
- Участие затронутых сторон в проектировании, рассмотрении и реализации проекта;

¹ Остальные проекты составляют только 3% от рынка ПФ

- Рассмотрение более благоприятных с экологической и социальной точек зрения альтернатив;
- Эффективное производство, поставка и использование электроэнергии;
- Защита от загрязнения, минимизация отходов и борьба с загрязнением (сточные воды и выбросы в атмосферу), менеджмент отходов сухих веществ и химикатов.

В каждом случае в ходе экологической оценки должно быть установлено соблюдение соответствующего национального законодательства, прочих требований и разрешений, необходимых по проекту. Отчет по экологической оценке или его резюме должны быть предоставлены общественности в течение разумного периода времени на местном языке и в соответствии с «принятыми культурными обычаями». Для всех проектов Категории А, а также при необходимости для проектов Категории В, заемщик (часто с привлечением третьей стороны) обязан:

- Подготовить план экологического менеджмента для разработки способов снижения и мониторинга экологических и социальных последствий.
- Продемонстрировать банку, что проект соответствует требованиям национального законодательства, а также руководящим принципам предотвращения и снижения загрязнения окружающей среды World Bank и IFC (Pollution Prevention and Abatement Guidelines) для соответствующего сектора экономики.
- В странах с развивающейся экономикой продемонстрировать, что экологическая оценка была произведена в соответствии с требованиями политики IFC в области обеспечения общего экологического равновесия и безопасности (IFC Safeguard Policies).

В случае расхождения национального и международного режима будут применяться более строгие нормы.

Для проектов Категории А экологическая оценка и план экологического менеджмента должны пройти независимую экспертизу.

К заемщику предъявляются следующие требования:

- Соблюдать условия плана экологического менеджмента в период строительства и эксплуатации проекта;
- Представлять регулярные отчеты, подготовленные внутренними подразделениями или внешними экспертами на предмет выполнения требований плана экологического менеджмента;
- Где применимо, списывать оборудование в соответствии с одобренным планом списания.

В случае необходимости кредиторы нанимают независимого экологического эксперта для обеспечения дополнительного мониторинга и услуг по отчетности.

3.4. Анализ коммерческих рисков и их хеджирование (риски выручки, риски поставки оборудования, сырья, пр.)

Основные вопросы, рассматриваемые в процессе анализа коммерческого риска:

- **Коммерческая жизнеспособность**

Первым шагом в процедуре due diligence для любого проекта будет рассмотрение основы коммерческой жизнеспособности проекта – существует ли нерискованный рынок для продукции или услуг.

Вопросы, рассматриваемые при анализе коммерческой жизнеспособности, будут следующими:

- Существует ли устоявшийся рынок для продукции или услуги;
- Настоящий и будущий уровень конкуренции на рынке;
- Приемлема ли цена продукции или услуги для уже сложившегося рынка и учитывает ли она уровень конкуренции в будущем;
- Возможно ли предугадать наиболее значимые структурные изменения рынка и их влияние на проект;
- Могут ли потенциальные конечные пользователи продукции или услуги позволить себе оплатить их;
- Реалистичны ли цены, выставяемые подрядчиком или поставщиками;

- **Риски выручки**

Риски, что проектная компания не сможет получить выручку в достаточном объеме, чтобы покрыть свои операционные расходы, выплатить кредит и обеспечить соответствующий доход для инвесторов, составляют суть проектного финансирования.

Если в рамках проекта вырабатывается продукция необходимого качества и заявленная мощность достигнута, то риски зависят от того, сумеет ли проектная компания достичь:

- Прогнозируемых объемов продаж – риска объемов продаж;
- Прогнозируемого уровня цен – риск цены.

Эти риски могут быть покрыты контрактом на продажу продукции, контрактами хеджирования цен и объёмов, долгосрочными контрактами на продажу, либо проектная компания может принять на себя риск продаж на конкурентном рынке. Если они покрываются проектными контрактами, то проектная компания в основном отвечает за операционные риски.

Если проект поставляет услуги в рамках концессионного соглашения, то степень риска зависит от достижения объемов потребления услуг, который прогнозировался при расчете величины пошлины, тарифа или платы за использование. Эти риски могут быть покрыты государственным партнером по контракту в соответствии со статьями концессионного соглашения или самой проектной компанией. Опять же, если риски покрываются контрактными соглашениями, то проектная компания отвечает только по операционным рискам.

- Риски, связанные с поставкой сырья

В проекте, связанном с производственным предприятием, надежная поставка топлива или сырья крайне необходима. Вряд ли кредиторы допустят, чтобы проектная компания приняла риск наличия поставки ключевого топлива или сырья. Исключение составляют случаи, когда топливо или сырье является широкодоступным товаром; в иных случаях долгосрочный контракт на поставку сырья необходим даже если не предполагается аналогичный по срочности контракт на продажу продукции.

Соответственно, необходимо предусмотреть способы хеджирования или другие меры защиты на случай, если цена на топливо или сырье возрастет столь значительно, что функционирование проекта станет невыгодным. В таких ситуациях можно действовать следующим образом:

- Переложить риск на покупателя;
- Увязать цену, выплачиваемую поставщику сырья, с рыночной ценой продукции, которая выпускается в рамках проекта.

3.5. Анализ строительных рисков и их хеджирование (риски завершения, риски качества, гарантии, риски превышения сметной стоимости и пр.)

Риски завершения работ: сможет ли компания завершить проект к определенной дате, с необходимым качеством, будет ли соблюден бюджет. Очевидно, что ответ на этот вопрос непосредственно связан с изучением рисков, свойственных процессу строительства.

К ключевым рискам завершения работ следует отнести следующие:

- Приобретение прав на производственную площадку и доступ к ней

Как правило, кредиторы не принимают на себя такой риск и, следовательно, приступают к кредитованию только после того, как проектная компания имеет права собственности и доступ к производственной площадке и другим участкам, которые необходимо использовать в процессе строительства.

В основном это проблематично в транспортных проектах, например в случаях, когда необходимо приобрести землю для дороги или железнодорожной линии, а покупка не

завершена к моменту начала строительства. Очень часто в концессионном соглашении ответственность за покупку земли несет государственный партнер по контракту, так как оно часто подразумевает покупку большого участка земли в групповое владение.

- Разрешения

Обычно кредиторы требуют, чтобы все разрешения, необходимые при строительстве, были получены заранее, до начала финансирования, чтобы устранить возможные задержки. Если это требование не было выполнено по уважительным причинам, то, как правило, они разрабатывают специальное расписание для получения разрешений. По возможности кредиторы предпочитают возложить этот риск на проектную компанию, которая после этого становится ответственной за любые простои по причине отказа в получении разрешений.

Окончательное завершение работ по проекту может так же зависеть от получения разрешений на его эксплуатацию, которое подтвердит, что он соответствует требованиям безопасности и защиты окружающей среды (объем воздействия производственной деятельности на окружающую среду не превышает допустимого уровня).

Понятно, что такие разрешения не могут быть получены заранее, но ответственность за это (или за выполнение требований, необходимых для их получения) должна быть по возможности возложена на проектную компанию: даже если это является условием начала коммерческой эксплуатации в рамках контракта на условиях «под ключ», то риски передаются именно ему.

Соглашение о государственной поддержке позволяет уменьшить риск возникновения проблем в процессе получения разрешений, однако оно не может освободить от необходимости получать разрешения. Центральное правительство может не захотеть взять на себя ответственность и гарантировать получение разрешений, которые выдают правительства регионов или местных органов самоуправления. В развивающихся странах покупатель или партнер по контракту может взять на себя риск того, что необходимое разрешение не будет получено, если проектная компания сможет доказать, что она сделала все возможное для его получения.

- Риски, относящиеся к подрядчику по строительству

Анализ риска подрядчика учитывает компетентность, адекватность ценообразования и общую кредитоспособность подрядчика. Анализ риска, проводимый самим подрядчиком, тоже должен быть принят к сведению.

- Превышение затрат на строительство

Результаты воздействия превышения затрат на строительство относительно бюджета, который был заложен в структуре финансирования, бывают следующими:

- Нехватка средств для завершения проекта, что вынудит спонсоров инвестировать средства, которые они не планировали вкладывать в проект, чтобы избежать убытков, или поставит их в крайне невыгодное положение, когда они будут вынуждены просить кредиторов пролонгировать финансирование или искать новых кредиторов;
- Даже если возможно привлечение дополнительного финансирования, бюджет проекта и, следовательно, расходы по обслуживанию долга возрастут без соответствующего увеличения выручки; таким образом, доходы инвесторов неминуемо сократятся. В худшем случае это может привести к тому, что спонсоры откажутся от проекта;
- С точки зрения кредиторов увеличение расходов по обслуживанию долга уменьшает их коэффициент покрытия, что подразумевает дополнительный риск.

Следовательно, в процессе анализа данного риска необходимо рассмотреть основные статьи расхода в бюджете проекта на предмет того, каким образом их возможно контролировать и какова вероятность перерасхода средств по каждой статье. В типичном проекте статьи расхода могут быть следующими:

- Контракт на строительство «под ключ»

Обычно расходы по нему составляют самую большую часть бюджета – до 80% от итоговой суммы. Следовательно, это основная статья, которую необходимо контролировать, и важность заключения контракта на строительство «под ключ» понятна. Отсутствие контракта с фиксированной ценой значительно увеличивает риски проекта.

- Расходы на разработку проекта

Это расходы спонсоров в период оформления финансовой документации, поэтому может показаться, что они не могут привести к перерасходу бюджета на стадии строительства. Однако очень часто наблюдается промежуток между датой, когда бюджет согласован с кредиторами, и датой окончательного формирования пакета финансовой документации, и в этот период существует риск, что расходы на сопутствующие услуги (например, расходы на услуги консультантов и т. п.) превысят сумму бюджета.

- Расходы на обучение персонала

Это расходы на обучение персонала, задействованного в эксплуатации проекта, которые очень часто покрываются подрядчиком по строительству или подрядчиком по эксплуатации и техническому обслуживанию и, следовательно, не должны рассматриваться как неуместный риск. Подрядчик по эксплуатации и техническому обслуживанию, осуществляя наем персонала, также будет нести расходы, связанные с обучением и наймом, которые опять же должны быть фиксированными.

- Страховые премии

Страховые премии на период строительства фиксируются в самом начале, следовательно, они не должны послужить причиной перерасхода бюджета, за исключением случаев, когда существует задержка между датой принятия окончательного бюджета и датой оформления финансовой документации. Даже в этом случае страховые брокеры проектной компании должны иметь возможность получить хорошие прогнозы для расчета премий, чтобы снизить этот риск. Например, незапланированные страховые премии будут выплачены в случае окончания работ с опозданием. Также может возникнуть проблема с выплатой премии за первый год эксплуатации проекта, которую потребуется заплатить как раз перед окончанием периода строительства и, следовательно, часть бюджета на этот период будет истрачена: предпочтителен вариант, когда расходы по выплате этой премии зафиксированы заранее как часть пакета страхования.

- Другие расходы проектной компании

Сюда относятся оставшиеся расходы, которые не возмещены на основании статей, рассмотренных ранее, большую часть которых составляют затраты на содержание офиса, оборудования и непрерывную оплату услуг консультантов, таких как независимая инжиниринговая компания. В контексте общих расходов по проекту суммы должны быть относительно небольшими, и удержание их в рамках бюджета не должно представлять особых проблем.

- Резерв предстоящих расходов

Даже в случае хорошо управляемого бюджета всегда существует риск непрогнозируемых событий, в результате которых он будет превышен. Помимо всех способов снижения риска, которые рассмотрены выше, кредиторы также требуют создать резерв предстоящих расходов и предусмотреть источник их финансирования. При самом приближенном подсчете он должен составлять приблизительно 7–8% от всей суммы расходов по проекту. Эти средства также предназначены для компенсации последствий, вызванных поздним завершением работы по проекту, когда подрядчик не компенсирует заранее оцененных убытков.

Финансирование резерва предстоящих расходов осуществляется в рамках общего пакета финансирования. Заметим, что такое финансирование предназначено для возмещения разницы между прогнозируемыми и фактическими расходами по проекту, в случае если бюджет превышен, а также расходов, связанных с поздним завершением строительства, но не компенсирует финансовые риски, связанные с изменением ставки процента или курса обмена валют, которые должны быть возмещены иным способом.

- Расходы на финансирование (проценты, комиссии).

- Выручка в период строительства

В некоторых проектах часть расходов по строительству может быть профинансирована не только собственным капиталом или привлеченным кредитом, но и частично с использованием доходов, которые получены от эксплуатации действующей части проекта. Проект могут сооружать поэтапно, и доходы от уже действующей части частично компенсируют расходы по строительству оставшейся части. Существует дополнительный источник риска, что полученных доходов не будет хватать, чтобы покрыть необходимую часть расходов. В таких случаях не стоит строить радужных прогнозов относительно доходов от части проекта и, возможно, следует увеличить размер резерва предстоящих расходов, чтобы предотвратить возможные проблемы.

- Задержка строительных работ

Позднее завершение работ может быть связано со следующими факторами:

- Отказ подрядчика выполнять условия строительного контракта;
- Отказ третьих лиц обеспечивать необходимые подключения к проекту;
- Форс-мажорные обстоятельства и сопутствующие риски.

Последствия позднего завершения строительства могут быть следующими:

- Затраты на финансирование, в частности выплата процентов в период строительства, будут выше, потому что в течение длительного периода кредит для финансирования строительства оставался непогашенным;
- Доходы от эксплуатации проекта будут отложены или вообще утрачены;
- Возможно, будут выплачены штрафы покупателю продукции или поставщику сырья.

В результате позднего завершения строительства увеличиваются расходы и уменьшаются доходы инвесторов и коэффициенты покрытия кредиторов (поскольку бюджет расходов на строительство превышен).

- Отклонение от прогнозируемых производственных показателей

Риски, связанные с производительностью (вследствие технологических или конструкционных проблем), могут оказать отрицательное воздействие на возможность выхода на запланированный уровень производственных показателей.

В этом случае подрядчик выплачивает заранее оцененные (ликвидационные) убытки, которые рассчитываются таким образом, чтобы они могли компенсировать чистую текущую стоимость финансовых потерь от снижения производительности в период функционирования проекта.

Расчеты, используемые для фиксации заранее оцененных (ликвидационных) убытков при несоответствии производственных показателей, могут оказаться только

приблизительными, а, следовательно, не являются поводом (за исключением случаев выставления претензий по гарантийным обязательствам) для обращения с претензиями к подрядчику через несколько лет, если производственные показатели не будут соответствовать прогнозируемым.

Проектной компании следует учитывать изменчивость этих предположений и установить минимально допустимую границу при расчете заранее оцененных (ликвидационных) убытков в процессе переговоров с подрядчиком.

- Риски третьих лиц

Различные риски, которые связаны с деятельностью третьих лиц, могут также привести к более позднему завершению строительства.

Подрядчик может зависеть от деятельности третьих лиц, осуществляющих внешние подключения к производственной площадке. Если третьи лица не имеют прямой заинтересованности в деятельности проекта, они могут не иметь достаточных стимулов, чтобы точно следовать расписанию работ, а ущерб, который будет нанесен вследствие отсутствия подключения, несоизмерим со стоимостью работ. В таких случаях проектная компания может только оценить степень риска, наведя справки о репутации третьего лица.

Перемещение сооружений коммунального хозяйства может вызвать затруднение при строительстве дорог. Вполне возможно, что коммунальная компания должна будет проконтролировать эти работы, а поскольку она не имеет стимулов точно в срок исполнять график работ, существует риск простоя.

Проекты, связанные со строительством общественной инфраструктуры, также могут стать предметом общественного протеста и оказать серьезное негативное воздействие на график работ. В общем случае государственному сектору следует принять на себя ответственность за простои по таким причинам, обеспечивая соответствующую политическую защиту деятельности подрядчика.

Самое худшее проявление риска, связанного с деятельностью третьих лиц, – это ситуация, когда реализация одного проекта зависит от запуска другого. Финансирование двух проектов как единого целого может оказаться приемлемым вариантом, но спонсоры одного проекта могут не являться спонсорами другого, и каждая из сторон может быть не заинтересована инвестировать или предоставлять гарантии для другого проекта.

3.6. Анализ макроэкономических рисков и их хеджирование (инфляция, валютные колебания, доступность финансирования и процентные риски)

Внешние макроэкономические риски относятся не к проекту в частности, а к экономической среде, в которой он функционирует. Эти риски необходимо проанализировать и уменьшить тем же способом, как и коммерческие риски, которые напрямую воздействуют на проект.

- Инфляция

В зависимости от ситуации инфляция может быть для проектной компании как выгодной, так и невыгодной.

Большая часть расходов, связанных со строительством, не должна зависеть от инфляции; цена строительного контракта, расходы по финансированию, большая часть вознаграждения консультантов должны быть фиксированными.

Однако в процессе подготовки бюджета на строительство должны быть приняты допущения, учитывающие рост инфляции в этот период для расходов, которые не планируются заранее, например, общих расходов проектной компании на персонал и оплату некоторых закупок (таких как запасные части), которые не вошли в статьи расходов контракта «под ключ».

Если рост инфляции в период эксплуатации вызывает превышение плановых показателей расходов, возможно уменьшение размера коэффициента покрытия для кредиторов и уменьшение доходов инвесторов. Если проектная компания подписала долгосрочное проектное соглашение, в рамках которого она получает выручку, основанную на согласованном тарифе, некоторые элементы тарифа могут быть индексируются относительно коэффициента инфляции, что уменьшает несоответствия в расчете затрат и выручки. На самом деле если выручка и операционные расходы индексируются с учетом инфляции, это даже выгодно для проектной компании. Этот феномен проиллюстрирован в таблице 3.1: предполагается, что заем в 500 у.е. будет возвращен в течении равнозначных ежегодных платежей с процентной ставкой 10%. В примере А инфляция не влияет на выручку и расходы, тогда как в примере Б и выручка, и расходы увеличиваются на 5% ежегодно. Разница в чистом денежном потоке объясняется тем, что одной из основных составляющих операционных расходов является обслуживание долга.

	Год					Итого
	1	2	3	4	5	
Пример А. Инфляция 0%						
Выручка	1000	1000	1000	1000	1000	5000
Расходы	-800	-800	-800	-800	-800	-4000
Проценты по долгу	-50	-40	-30	-20	-10	-150

Возврат долга	-100	-100	-100	-100	-100	-500
Чистый денежный поток	50	60	70	80	90	350
Пример Б. Инфляция 5%						
Выручка	1000	1050	1103	1158	1216	5526
Расходы	-800	-840	-882	-926	-972	-4421
Проценты по долгу	-50	-40	-30	-20	-10	-150
Возврат долга	-100	-100	-100	-100	-100	-500
Чистый денежный поток	50	70	91	112	133	455
Чистый денежный поток, дефлированный на 5% ежегодно	48	63	78	92	104	385

В целом инфляция может быть выгодна или невыгодна для проектной компании в долгосрочной перспективе – следует использовать финансовую модель, чтобы выяснить, является ли высокий коэффициент инфляции оптимистичным или благоразумным, и рассматривать риск с учетом этого параметра.

- Процентная ставка

Если проект финансируется с помощью облигаций с фиксированной ставкой или кредита, для которого кредиторы предоставляют финансирование с фиксированной процентной ставкой, то проектная компания в принципе не несет риска процентной ставки.

Однако на многих рынках банки не предоставляют долгосрочные кредиты с фиксированной процентной ставкой, потому что их депозитная база является краткосрочной. Таким образом, базовая процентная ставка для проектного финансирования часто корректируется с некоторыми интервалами относительно текущего значения ставки фондового рынка, следовательно, базовая процентная ставка для кредита является «плавающей», а не фиксированной. На международном рынке наиболее важным показателем «плавающей» ставки являются LIBOR и EURIBOR, которые используются банками в процессе межбанковского заимствования и кредитования. Банки, использующие LIBOR, котируют процентную ставку для финансирования в виде маржи относительно ставки, а базовая ставка обычно фиксируется относительно текущего значения LIBOR или EURIBOR каждые 3 или 6 месяцев (сроки установления ставки или уплаты процентов). Аналогом в России является Ключевая ставка Банка России.

В процессе согласования финансирования спонсоры могут предположить, что процентные ставки скорее снизятся, чем вырастут; следовательно, они предпочтут заем на условиях

«плавающей процентной ставки», что вряд ли будет приемлемым для кредиторов, которые не поддержат проектную компанию, принимающую на себя излишние риски.

Однако возможны ситуации, когда индикативная ставка не снижается, а наоборот растёт. Следовательно, необходимо применять меры, направленные на хеджирование процентной ставки, чтобы снизить риск при использовании кредитов с плавающей ставкой. Самый распространенный тип хеджирования, который используется в проектном финансировании, – это процентные свопы; в наименьшей степени распространены соглашения о потолке процентной ставки, определение максимума и минимума и другие инструменты. Кроме того, не всегда обязательно компенсировать весь риск от изменения индикативной ставки. Проектную компанию также могут обязать компенсировать другие издержки финансирования, понесенные кредиторами, и структурировать финансирование, привлеченное за счет облигаций, но пока еще не используемое в проекте.

- Валютный курс

Риски изменения валютного курса могут возникать при финансировании как на стадии строительства, так и на стадии эксплуатации проекта.

В период строительства, если расходы производятся в одной валюте, а финансирование осуществляется в другой, проектная компания берет на себя риск, что валюта, в которой осуществляют расходы, окажется более дорогой. Например, если расходы по контракту «под ключ» составляют 100 долл., а фиксирование заложено на сумму 100 евро при коэффициенте обмена 1,00 :1,10, и евро впоследствии обесценился до соотношения 1,20 евро : 1 долл., то заложенного финансирования будет достаточно, что бы покрыть только 83,3 долл. (100 евро/ 1,20 долл.) расходов по «сквозному» контракту, что приведет к перерасходу бюджета на стадии строительства (или дефициту финансирования) на сумму в 16,7 долл.

В период эксплуатации, если проектная компания получает выручку в одной валюте, а финансирование или другие расходы осуществляются в другой, изменение коэффициента обмена может оказать отрицательное воздействие на доходы и, следовательно, на способность погашать кредит. В идеальном случае финансирование нужно осуществлять в валюте получения выручки, чтобы устранить долгосрочные риски, связанные с ней, но на практике это может оказаться невозможным в развивающихся странах, в которых национальные финансовые рынки не в состоянии предоставлять проектное финансирование.

Как и в случае с рисками процентной ставки, кредиторы не будут согласны с тем, что проектная компания принимает риски, связанные с обменом валют при финансировании,

каким бы безопасным ни казалось предложение. Они заинтересованы в минимизации или устранении таких рисков.

Теоретически возможно использовать срочные контракты, чтобы компенсировать риски, связанные с обменом валюты; в таком типе контракта проектная компания, которая оплачивала расходы, связанные со строительством, в евро, а финансирование получала в долларах, может согласиться в период оформления финансовой документации продать доллары и купить евро на предлагаемую дату использования кредита, тем самым фиксируя коэффициент обмена.

Также проектная компания, которая оплачивала расходы и имела выручку в долларах, а финансирование получала в евро, может согласиться:

- Продать доллары и купить евро на предполагаемую дату использования кредита;
- Продать некоторую сумму евро и купить доллары на предполагаемую дату возвращения, что зафиксирует коэффициент обмена, по которой будет погашаться кредит.

Однако на практике при проектном финансировании, как правило, не применяют рыночного хеджирования рисков валютного курса, за исключением корректируемой небольшой временной разницы валютного курса, которая может возникнуть в связи с тем, что кредитный риск, который несут банки, оказался значительно выше, чем для процентного курса: повышение курса валюты на 20% увеличивает сумму платежей основного долга по кредиту и, следовательно, уровень риска на 20%, тогда как повышение процентной ставки на 20% оказывает влияние только на процентные выплаты и (для процентной ставки 10%) равноценна увеличению на 2% ежегодно от непогашенного основного долга.

3.7. Анализ рисков окружающей среды и их хеджирование

Проблемы, связанные с окружающей средой, могут повлечь за собой многочисленные репутационные, контрактные, юридические и общеполитические риски. Возможность загрязнения производственной площадки вследствие предыдущего использования может оказаться серьезной проблемой, и, безусловно, подрядчик в процессе строительства должен учитывать экологические стандарты, касающиеся объемов выбросов и других экологических показателей.

Даже если проектная компания получила необходимые разрешения на строительство и эксплуатацию проекта, все равно может оставаться риск, связанный с изменением законодательства в отношении экологии (например, объемов выбросов), которые могут потребовать незапланированного увеличения капитальных расходов.

Абсолютное большинство кредиторов, связанных с государством, такие как Всемирный банк, Европейский инвестиционный банк и прочие банки развития, имеют собственные экологические стандарты, обязательные для членов этих организаций (то есть для государств-акционеров), которые обязательны для всех проектов, даже если законодательство отдельной страны не требует этого. В худшем случае это может привести к прекращению финансирования проектной компании, если она нарушит эти стандарты, даже если при этом не будет нарушено законодательство страны, в которой реализуется проект.

Даже если проектная компания действует в рамках закона, все равно остается политический риск. Общественная оппозиция может вынудить правительство пересмотреть свои обязательства в рамках проектного соглашения или соглашения о государственной поддержке. А сами кредиторы могут быть подвергнуты критике в своих странах за поддержку проектов, которые ассоциируются с опасностью для окружающей среды; некоторые кредиторы требуют исполнения общих экологических требований при выдаче всех кредитов.

Спонсоры и кредиторы не могут полагаться только на исполнение требований законодательства страны, в которой расположен проект; им также необходимо рассмотреть вероятность того, что экологические аспекты могут отрицательно повлиять на процесс строительства или эксплуатации проекта и тем самым косвенно помешать реализовать его. Оценка воздействия на окружающую среду является важной частью процедуры due diligence.

Экологические риски могут быть снижены за счет:

- Соблюдения национальных и международных экологических директив, например, таких как «Экваториальные принципы»
- Экологического менеджмента
- Экологического страхования
- Гарантий восстановления, выпускаемых спонсорами проекта
- Экологических гарантий, предоставляемых строительным подрядчиком, поставщиком оборудования и спонсором проекта.

3.8. Анализ законодательных и политических рисков, и их хеджирование

Правительства играют очень важную роль в проектном финансировании. Проекты, которые финансируются за его счет, очень часто являются наиболее значимыми, и для них необходима политическая поддержка.

Очень немногие крупные проекты могут быть структурированы и профинансированы без политической поддержки. Политическая поддержка на высоком уровне очень часто бывает необходима для успешного завершения строительства, а также на этапе эксплуатации. Вероятность неудачи высока, если проект станет разменной монетой в конфликтах с оппозицией и правительство попытается аннулировать действие ранее заключенных соглашений (не прошел прозрачную процедуру государственных закупок или вырабатывает продукцию с очень высокой доходностью для инвесторов).

Для того, чтобы проект оказался коммерчески жизнеспособным, он должен быть жизнеспособным в политическом отношении. Принципиальный вопрос о том, выгоден ли проект для страны; если нет, то инвесторы и кредиторы не могут полагаться на проектные контракты и игнорировать политический аспект.

Политические риски можно разделить на следующие основные категории.

- Конвертируемость и перевод валюты

Очень часто невозможно привлечь финансирование в иностранной валюте в развивающихся странах. Следовательно, доходы проектной компании могут быть проиндексированы в иностранной валюте, чтобы их можно было использовать для погашения иностранных кредитов и обеспечения дохода инвесторов. Для этого необходимо конвертировать соответствующую сумму доходов в иностранную валюту и вывезти из страны для передачи кредиторам и инвесторам. Если проект способен функционировать на свободных международных финансовых рынках в развитых странах, то единственный валютный риск заключается в неблагоприятном изменении курса обмена. Однако, если в стране возникают экономические трудности и нехватка запасов иностранной валюты, то правительство может запретить ее конвертацию и вывоз из страны. Помимо отсутствия иностранной валюты, наиболее сложной проблемой, которая может возникнуть в развивающихся странах является «катастрофическая девальвация» национальной валюты.

Кредиторы оценивают степень этих рисков в процессе изучения макроэкономического положения страны, баланса платежей и уровня иностранного долга.

Помимо гарантий относительно политического риска и страхования расходов, связанных с ним, существуют также другие возможные способы снижения рисков

- Проекты-анклавы

Это проекты, доходы по которым выплачиваются в иностранной валюте из источника за пределами страны. Таким образом, валюту вообще не завозят в страну, и, следовательно, доходы в ней могут быть направлены на обслуживание кредита, который привлекли за пределами страны. Этот подход может оказаться эффективным, если проект производит

товары на экспорт, например, нефть, газ или минеральное сырье. Как правило, кредиторы считают проекты-анклавы в развивающихся странах более привлекательными.

- Встречная торговля

Проектная компания может вступить в соглашение, в рамках которого она обменивает свою продукцию на услугу или товар, который затем может быть экспортирован и продан за иностранную валюту; своего рода проект-анклав, осуществленный в две стадии.

- Использование оффшорных счетов

Даже если проектная компания получает свои доходы не в иностранной валюте и не держит их вне пределов страны, риск может быть снижен в течение ограниченного периода времени при использовании резервных счетов в оффшоре. Кредиторы обычно требуют открытия резервного счета для обслуживания долга. Если он заведен в иностранной валюте вне пределов страны, то он также может быть использован для преодоления временных проблем при обслуживании долга.

- Экспроприацию проекта государством

Правительство конфискует проектную компанию или ее физические или финансовые активы без выплаты компенсации. Это риск, который несут кредиторы и инвесторы при реализации проектов в наименее политически стабильных странах. Проектное соглашение или соглашение о правительственной поддержке должно рассматривать экспроприацию как дефолт у покупателя или государственного партнера по контракту и, следовательно, обеспечивать соответствующую компенсацию. Экспроприация в широком смысле будет включать не только захват активов проекта, но также действия, которые позволяют правительству установить контроль над проектной компанией.

- Политическое насилие

Инвесторы и кредиторы несут риск политической нестабильности в стране, где расположен проект; к ее проявлениям относят гражданское неповиновение, саботаж, акты терроризма или войну, в результате которых возникнут повреждения или невозможность эксплуатации и, следовательно, незапланированные расходы, что ведет к потере прибыли. Также существует возможность блокады или санкций против страны, которые могут помешать завершению строительства или препятствуют эксплуатации. Расходы, связанные с физическим повреждением проекта, могут быть возмещены в рамках страхования. В противном случае проектное соглашение может определять порядок возмещения расходов проектной компании, но существует риск, что государственный партнер или правительство могут оказаться не в состоянии выполнить свои обязательства.

- Законодательные риски

Проектная компания обязательно должна работать в стабильной правовой регулируемой среде, которая обеспечивает:

- Законодательство общего характера, которое разрешает частное владение проектом и соответствующую защиту для частных инвестиций;
- Четкую юридическую систему и систему регулирования для эксплуатации проекта;
- Последовательность юридической и регулирующей политики;
- Прямые процедуры при получении разрешений на строительство и эксплуатацию проекта и финансирование;
- Возможности обращения взыскания на обеспечения для кредиторов.

Это условие может быть невыполнимым, особенно если в рассматриваемой стране реализуется новый для нее проект. В таких случаях, особенно в развивающихся странах, может потребоваться соглашение о правительственной поддержке. Однако риск, связанный с изменением законодательства, не может быть устранен только за счет стабильной юридической системы.

Изменения в законодательстве могут иметь место в результате введения новых законодательных актов, инструкций в дополнение к уже существующим законам или новых интерпретаций закона. Изменение в законодательной среде может серьезно повлиять на проектную компанию, начиная с законного осуществления прав государства и вплоть до «незаметной экспроприации» проекта. Один из самых серьезных рисков в этой категории является регулирующий контроль над ценами поставок проектной компании, характерный для развитых стран с конкурентным, но контролируемым рынком. Правительство или орган, регулирующий промышленность, может установить верхний предел цен, которые выросли благодаря недостатку поставок или не разрешить повышение цен, которое было бы необходимым по причине роста издержек.

3.9. Другие риски проектного финансирования

Риск неудачного выбора исполнителей контрактов: сможет ли проектная компания взаимодействовать с участниками отношений на взаимовыгодных условиях.

Риск связанный с поддержкой спонсоров: не возникнет ли необходимость в привлечении дополнительного источника финансирования для спонсоров.

Надо учитывать, какое воздействие окажут форс-мажорные обстоятельства на проект. К форс-мажорным обстоятельствам могут быть отнесены временные проблемы, в результате которых отодвигается дата завершения строительства или снижается эффективность, а в самом худшем случае они препятствуют завершению строительства или долговременной эксплуатации.

Согласование положений, регламентирующих события, которые следует рассматривать как форс-мажорные, – это один из наиболее сложных моментов в переговорах по проектным контрактам:

- По определению в форс-мажорном обстоятельстве никто не виноват, но все вынуждены устранять его последствия;
- Воздействия форс-мажорного обстоятельства на различные проектные контракты частично совпадают, и поэтому необходимо скоординировать соответствующие положения;
- Кредиторы хотят знать, могут ли оставшиеся риски форс-мажорного обстоятельства, ответственность за которые несет проектная компания, оказать воздействие на ее способность обслуживать долг.

Страхование компенсирует большинство проблем, но не все, поэтому нужно найти способ распределить любые риски, связанные с форс-мажорным обстоятельством, между участниками, с учетом того, что в его наступлении никто не виноват.

Страхование компенсирует проектной компании непредсказуемые убытки, и поэтому возможно предположить, что проектная компания и ее кредиторы не несут риск, связанный с форс-мажорными обстоятельствами. Однако может существовать разница между размером страхового возмещения и вероятными убытками при наступлении форс-мажорного обстоятельства.

Прежде всего, в общем случае страхование компенсирует только убытки вследствие физического повреждения или экономические потери, которые возникли в связи с ним; таким образом, форс-мажорные обстоятельства, такие как национальная забастовка, препятствующая запуску или эксплуатации предприятия, не будут компенсироваться стандартным полисом страхования задержек или перерывов в производстве.

Страхование от форс-мажорного обстоятельства может быть применено для компенсации этого типа риска, но при этом могут увеличиться затраты на страхование и размеры покрытия.

Во-вторых, издержки по причине политических форс-мажорных обстоятельств не могут быть компенсированы на основании полиса общего страхования, за исключением случаев физического повреждения в результате таких событий (война) или в некоторых случаях (например, террористический акт) возмещение можно получить, но расходы, связанные с этим, с коммерческой точки зрения совершенно не привлекательны.

В-третьих, определенные риски физического повреждения не могут быть возмещены посредством страхования:

- Все страховые полисы имеют нестрахуемый минимум (то есть некоторый предельный уровень, расходы ниже которого несет сторона, а не компания). Его повышение приведет к уменьшению страховой премии. Проектная компания может захотеть уменьшить расходы, для чего увеличит нестрахуемый минимум, несмотря на то, что подрядчик и кредиторы предпочтут иметь полное покрытие;
- Определенные риски, такие как повреждение в результате ядерного взрыва, не могут быть застрахованы. Кредиторы признают такое стандартное исключение.

Кроме того, изменения на рынке страхования могут сделать проект уязвимым относительно незастрахованных форс-мажорных обстоятельств. Это касается страхования в период эксплуатации (страхование на стадии сооружения зафиксировано в сопутствующей финансовой документации). Калькуляция расходов согласовывается с кредиторами заранее как часть бюджета операционных расходов, но нельзя не учитывать рыночные колебания. Кредиторы обычно стремятся согласовать размер и сроки возмещения, даже если это требует более высоких расходов; но при этом стоит учитывать, что в случае значительных изменений на рынке страхования это может оказаться непривлекательным с коммерческой точки зрения и нестрахуемый минимум, к примеру, при этом будет намного выше запланированного.