

# ПРИКЛАДНЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

## ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ РЕАЛИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

А.А. Главатских

ТНК-ВР Менеджмент  
*ул. Арбат, 8/10, Москва, Россия*

В статье рассматривается феномен проектного финансирования как один из методов финансирования, используемых для реализации инвестиционных проектов. Приводится определение проектного финансирования, обозначаются его основные преимущества и недостатки, дается сравнительная характеристика проектного и корпоративного финансирования. Автор приводит основные статистические данные по использованию проектного финансирования в мире и в отдельных странах, регионах и отраслях. Делается ряд предположений о перспективах использования этого механизма в инвестиционной деятельности компаний.

Проектное финансирование как форма финансирования инвестиционных проектов используется российскими инвесторами не так давно, однако его популярность в этой среде с каждым годом растет. Серьезной проблемой в настоящее время является недостаток печатных и электронных изданий по данной тематике на русском языке. Если на Западе число таких изданий и специализированных сайтов насчитывает десятки, то в России — лишь единицы. Среди печатной литературы по проектному финансированию преобладают в основном работы зарубежных авторов, причем, в этих работах делается упор на теоретическую информацию, аналитические же данные используются очень редко, так как быстро устаревают. В результате этого российские специалисты в этой области имеют неполное представление о тенденциях развития проектного финансирования в мире.

Целью статьи является анализ текущего состояния проектного финансирования в мире для последующего использования в практических целях. Задачи исследования включают рассмотрение аналитических данных по проектному финансированию за определенный период, анализ этих данных и на основании полученных результатов выдвижение ряда предположений о дальнейшем развитии техник проектного финансирования.

В статье рассмотрены теоретические аспекты проектного финансирования, например, определение проектного финансирования, основные характеристики, сравнительная характеристика с другими методами финансирования. Приведены статистические данные по объему и количеству сделок с использованием проектного финансирования за период 2000—2007 гг. и осуществлен страновой, региональный и отраслевой анализ этих данных. На основании проведенного анализа дается прогноз темпов развития техник проектного финансирования в целом в мире и в России.

**Краткий обзор литературы по тематике проектного финансирования.** Среди зарубежных работ по проектному финансированию необходимо отметить работы профессора Гарвардской школы бизнеса Б. Эсти, а также материалы международных организаций, в частности Мирового Банка. Однако работы Б. Эсти носят узкоспециальный характер и в основном посвящены анализу рисков. Материалы, которые публикуют международные финансовые организации, по большей части представлены в виде баз данных, которые должны быть проанализированы уже самим читателем.

Среди российских авторов можно выделить лишь ряд работ по проектному финансированию Д.С. Морозова (в том числе в соавторстве с В.Ю. Катасоновым), однако они тоже направлены на изучение проектных рисков.

**Сущность проектного финансирования.** Отличительной чертой прошедшего 2007 г. являлось большое количество сделок по приобретению активов российскими государственными нефтегазовыми компаниями, для чего привлекались значительные объемы капитала. В настоящее время такие компании характеризуются высоким уровнем заемных средств в своем балансе. Как результат для финансирования текущей деятельности и в рамках реализации инвестиционных проектов такие компании прибегают не только к стандартным методам привлечения капитала, таким как заемное финансирование или выпуск IPO, но и обращаются к относительно новым для российского рынка механизмам, как, например, проектное финансирование (ПФ).

Преимущества проектного финансирования заключаются в том, что оно позволяет привлекать значительные средства для реализации инвестиционных проектов без учета их на балансе инициаторов проекта. С этой целью инициаторами проекта исключительно для целей его реализации создается проектная организация, в которой последние выступают акционерами и на балансе которой отражаются заемные средства [1. С. 4].

Особенностью такого метода финансирования является то, что источником выплаты заемных средств и процента по ним в этом случае является исключительно денежный поток, который образуется в результате реализации проекта [2. С. 2].

Еще одной отличительной чертой проектного финансирования является то, что в отличие, например, от корпоративного финансирования в случае дефолта займодавец в виде возмещения может получить лишь сумму активов, ограниченную рамками проекта, тогда как при корпоративном финансировании возмещение будет распространяться на все активы инициаторов проекта.

Проектное финансирование характеризуется также более жесткой степенью секьюритизации (обеспечение исполнения обязательств по возврату заемных средств), использованием механизма водопада денежных потоков (cash waterfall), жесткими требованиями к инвесторам по статьям кредитного соглашения, а также строго регулируемым порядком выплат инвесторам (табл. 1).

Таблица 1

**Сравнительная характеристика проектного и корпоративного финансирования**

Показатель	Корпоративное финансирование	Проектное финансирование
Величина привлеченных средств	Может быть ограничена нежеланием/невозможностью постановки на баланс дополнительных займов	Необходимость привлечения экспортно-кредитных агентств с целью диверсификации источников финансирования
Процентная ставка по заемным средствам	Вследствие сложившейся рыночной ситуации и недавней «переоценки» на рынке корпоративных займов процентная ставка сейчас выше, чем ставки по последним сделкам	Выше, чем ставки по корпоративному финансированию. В IV кв. 2007 г. ожидалась «переоценка» на рынке проектного финансирования
Срок займа	5—7 лет	12—15 лет
Механизмы секьюритизации	—	Фиксированные и плавающие процентные ставки по активам проекта. Использование акций проектной организации в качестве гарантии возврата средств. Контроль над счетами проектной организации. Заключение контрактов на закупку материальных ценностей
Требования к статьям кредитного соглашения	Отсутствие залога и стандартные корпоративные положения кредитного соглашения	Поддержание определенного коэффициента обслуживания долга и коэффициента покрытия на период займа. Значительные требования к предоставлению информации: — отчеты по проведению строительных работ и ведению операционной деятельности; — регулярные обновления финансовых показателей проекта. Отсутствие дополнительной задолженности
Порядок выплат инвесторам	Отсутствие каких-либо ограничений по выплатам инвесторам в случае невыполнения обязательств	Выплаты привязаны: — к проведению строительных работ; — наличию определенного объема средств на резервных счетах; — поддержанию определенного коэффициента покрытия; — отсутствию случаев невыполнения обязательств

Источник: [4. Р. 13].

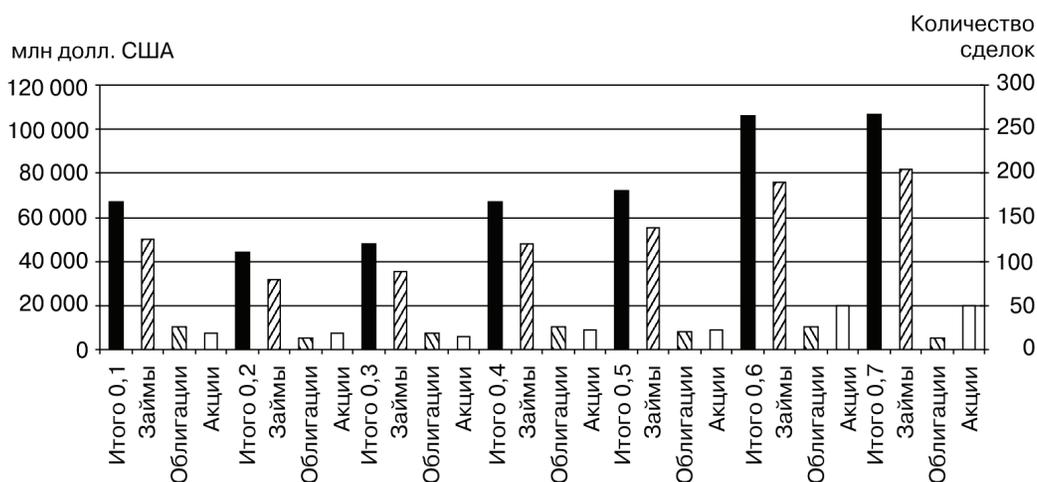
Несмотря на то, что организация схемы проектного финансирования является достаточно кропотливой и дорогостоящей процедурой, по сравнению с привлечением средств в рамках корпоративного финансирования, что ограничивает использование этой схемы только в рамках реализации крупных проектов нефтегазовой отрасли, энергетики или проектов по созданию объектов инфраструкту-

ры, преимущества этого метода зачастую намного превосходят недостатки от его использования, благодаря чему с 2002 г. количество сделок с использованием проектного финансирования во всем мире неуклонно растет.

**Структурный анализ объема сделок с использованием проектного финансирования в мире.** Если обратиться к текущему состоянию реализации сделок с использованием проектного финансирования в мире, то за первые шесть месяцев 2007 г. с помощью него в мире было реализовано 240 проектов на общую сумму 106,4 млрд долл., что по объему сделок на 1% выше рекордного объема за аналогичный период прошлого года (267 проектов на сумму 105,7 млрд долл.), однако значительно ниже по числу реализованных сделок [3]. С 2001 г. по 2006 г. наблюдается стабильная положительная динамика роста как количества сделок с использованием ПФ, так и объемов привлеченных по ним средств.

Что касается инструментов, которые используются для реализации этих сделок, то наиболее популярным из них является финансирование в форме займов. За первую половину 2007 г. объем такого финансирования достиг рекордного уровня в 84,6 млрд долл. Это объясняется тем, что процедура получения займа намного проще и не требует дополнительных финансовых и временных издержек в отличие от, например, эмиссии ценных бумаг.

Путем выпуска облигаций за этот же период было привлечено лишь 4,1 млрд долл. (самый низкий уровень за прошедшие десять лет), а путем выпуска акций — 18 млрд долл. (рис. 1).

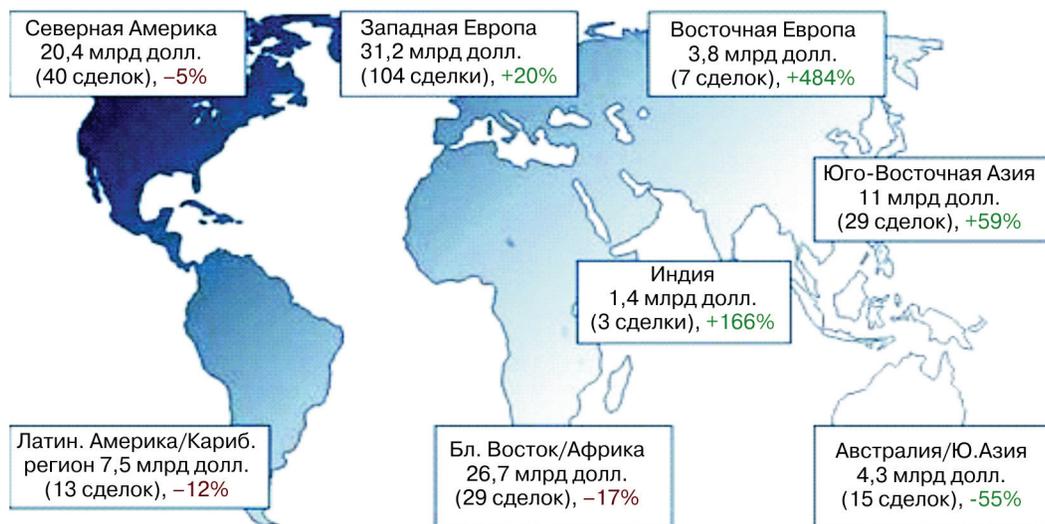


**Рис. 1.** Объем и количество сделок с использованием проектного финансирования в мире с января по июнь, млн долл.

Источник: [3].

**Региональный анализ объема сделок с использованием проектного финансирования в мире.** Если проанализировать региональное распределение проектов, реализуемых с использованием проектного финансирования, то за первую половину текущего года лидером по реализации таких проектов стали страны Западной Европы, где объем ПФ достиг 31,2 млрд долл., что составило 29% всего мирового рынка ПФ (рис. 2). Привлекательность этого региона для инвесторов

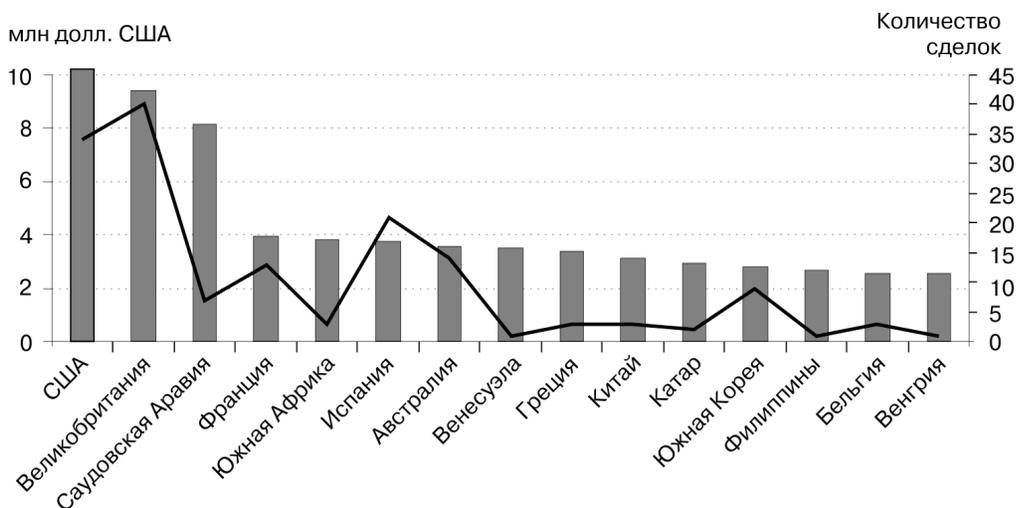
можно объяснить как стабильностью экономической и политической ситуации в этих странах, так и наличием институциональной базы, необходимой для организации процесса привлечения средств в рамках ПФ.



**Рис. 2.** Региональное распределение сделок с использованием проектного финансирования в мире за период январь—июнь 2007 г. и изменение по сравнению с периодом январь—июнь 2006 г.

Источник: [3].

Странами-лидерами в этом регионе стали Великобритания, Франция и Испания, а крупнейшими сделками — строительство трассы E65 (2,3 млрд долл.) и привлечение средств в рамках приватизации Брюссельского аэропорта (2,2 млрд долл.) (рис. 3).



**Рис. 3.** Страны-лидеры по объему сделок с использованием проектного финансирования в мире за период январь—июнь 2007 г.

Источник: [3].

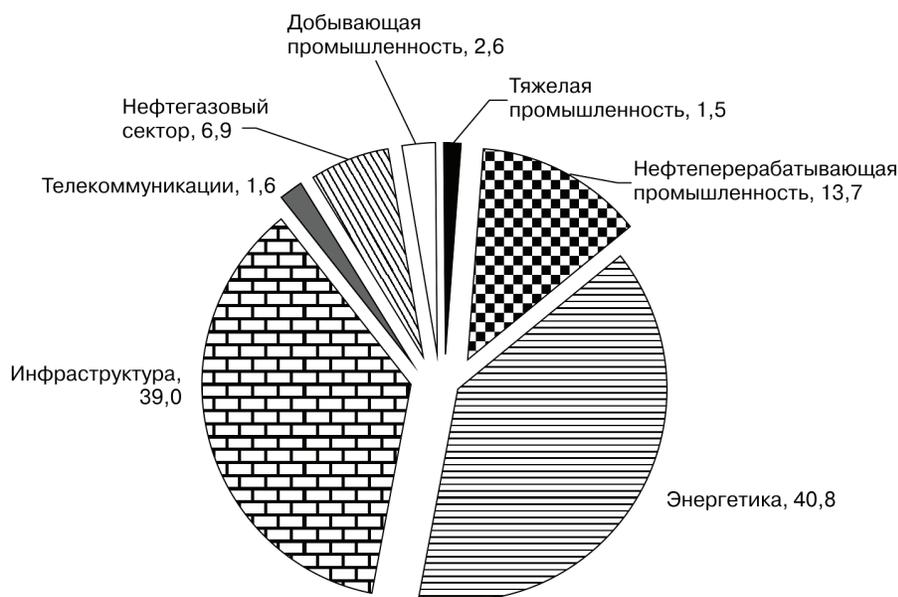
Следует заметить, что в 2007 г. страны Западной Европы обогнали лидеров прошлого года — Ближний Восток и страны Африки (доля рынка — 25%), переживающие 17%-ное снижение объемов проектного финансирования за первые шесть месяцев 2007 г. по сравнению с тем же периодом 2006 г.

В текущем году наблюдается резкое увеличение объемов проектного финансирования в странах Восточной Европы, чему способствовала реализация семи крупных проектов, крупнейший среди которых привлечение средств для приватизации аэропорта в Будапеште (2,5 млрд долл.).

До этого времени в данном регионе не реализовывалось большого количества проектов, и лишь в I полугодии 1997 г. и в I полугодии 2004 г. объемы проектного финансирования здесь превысили 4 млрд долл. Однако текущие значения объемов проектного финансирования подтверждают заинтересованность инвесторов в такого рода деятельности и их готовность принимать на себя дополнительные риски.

Для сравнения: за тот же период прошлого года здесь было реализовано три сделки общей суммой 659 млн долл.

**Отраслевой анализ объема сделок с использованием проектного финансирования в мире.** За I полугодие 2007 г. наибольшее число проектов с использованием проектного финансирования было реализовано в сфере энергетики (90 проектов на общую сумму 40,8 млрд долл., 38% от всего объема ПФ в мире), что является следствием растущего спроса во всем мире на энергоносители. По сравнению с тем же периодом 2006 г. в этом секторе произошел резкий рост проектных инвестиций (третье место за тот же период прошлого года). В этом объеме 11 проектов являются сделками на сумму свыше 1 млрд долл. каждая (рис. 5).



**Рис. 4.** Распределение общемировых объемов проектного финансирования по секторам экономики за период январь—июнь 2007 г., млрд долл.

Источник: [3].

Далее идут проекты по созданию объектов инфраструктуры (97 сделок на общую сумму 39 млрд долл.). Несмотря на то, что этот сектор демонстрирует лишь 5процентный рост общей суммы сделок по сравнению с тем же периодом 2006 г., объем сделок в сфере инфраструктуры с использованием ПФ неуклонно растет начиная с 2004 г.

После того как в первой половине 2006 г. объем реализованных проектов в нефтеперерабатывающей промышленности с использованием ПФ достиг рекордных 27,6 млрд долл. (19 сделок), в текущем году он снизился на 51% и составил 13,7 млрд долл. (18 сделок). Даже несмотря на такое резкое снижение, это значение — второе по величине в этом секторе за период с 2001 г.

Доля проектов по добыче и разработке полезных ископаемых в общем объеме ПФ составила в первой половине 2007 г. лишь 2% общего объема рынка при объеме всех сделок равном 2,6 млрд долл.

Объемы проектов, реализованных с использованием ПФ в секторе телекоммуникаций и нефтегазовом секторе, начиная с 2004 г. продолжают снижаться и составили в I полугодии 2007 г. 1,6 и 6,9 млрд долл. соответственно.

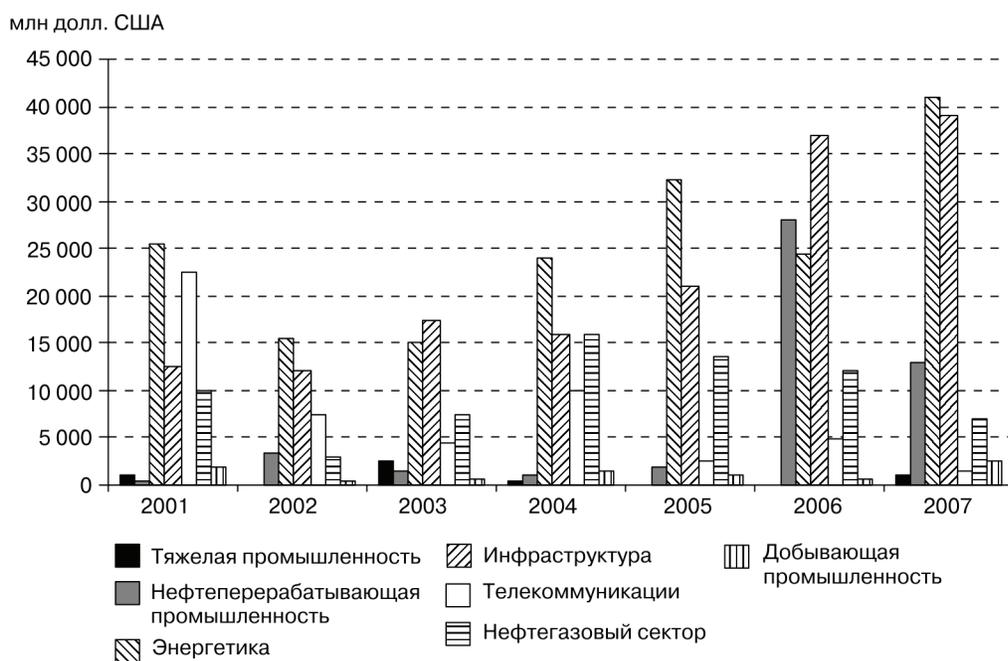


Рис. 5. Динамика распределения объемов проектного финансирования по секторам экономики за период январь—июнь, млн долл.

Источник: [3].

**Перспективы использования проектного финансирования для реализации инвестиционных проектов.** На основании проведенного анализа данных можно сделать вывод, что стабильный рост числа реализованных сделок с использованием проектного финансирования во всем мире свидетельствует о том, что основные преимущества использования проектного финансирования

(большой срок привлечения заемных средств и гибкая структура сделок) становятся все более очевидными.

Недавний кризис ликвидности на мировых рынках капитала заставляет инвесторов обращать все большее внимание на поиск альтернативных источников финансирования, что также должно стимулировать дальнейший рост и использования проектного финансирования в инвестиционной деятельности компаний.

Однако следует заметить, что даже несмотря на текущее нестабильное состояние на международных рынках капитала, рынок всегда открыт для рентабельных проектов, реализуемых солидными инвесторами, среди которых на сегодняшний день много и российских компаний.

Благодаря устойчивой экономической ситуации в России российским заемщикам удалось существенно снизить процентные ставки по привлеченным средствам. Более того, высокая ликвидность, которую демонстрирует российский рынок в последние три года, является основной характеристикой, привлекающей заемщиков на наш рынок. А стабильные прогнозы развития политической и экономической ситуации в России могут служить серьезным стимулом для увеличения числа проектов, реализуемых с использованием проектного финансирования у нас в стране.

#### ЛИТЕРАТУРА

- [1] Denton Wilde Sapte. A Guide to Project Finance. [www.projectmagazine.com](http://www.projectmagazine.com)
- [2] Milbank, Tweed, Hadley & McCloy, The Guide to Financing International Oil and Gas Projects. England: Euromoney Publications PLC, 1996.
- [3] Dealodid league table, 1H 2007. [www.projectfinancemagazine.com](http://www.projectfinancemagazine.com)
- [4] Bavaria S.M., S. Miller. A Guide to Loan Market, Standard & Poor's Corporation, 2007.
- [5] Морозов Д.С. Проектное финансирование: управление рисками. — М.: Анкил, 1999.
- [6] Катасонов В.Ю., Морозов Д.С. Проектное финансирование: организация, управление риском, страхование. — М.: Анкил, 2000.

## ADVANTAGES AND DISADVANTAGES OF PROJECT FINANCE FOR INVESTMENT PROJECTS IMPLEMENTATION

**A.A. Glavatskikh**

TNK-BP Management  
*Arbat, 8/10, Moscow, Russia*

The subject of this article is project finance, one of the tolls to implement investment projects. The content of the article is following: the project finance definition, its main advantages and disadvantages, the comparison between corporate finance and project finance, global project finance volume data, regional, national and sector analysis and the author's assumptions about the project finance prospects in a corporate investment process.