

РОЛЬ БАНКОВ В ПРОЕКТНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ

Л.Е. Филиппова,

*преподаватель кафедры мировой экономики Белорусского государственного
экономического университета*

Все большее распространение в мире получает проектное финансирование (ПФ). Крупнейшими в мировой практике его направлениями стали проекты концессионного типа в сфере транспортной инфраструктуры, горнодобывающей промышленности и в нефтегазовом комплексе. Минимальная стоимость по этим проектам превышает 100 млн долл. США.

Проектное финансирование – это способ организации финансирования инвестиционного проекта, при котором все проектные риски распределяются между его участниками, а обеспечением возврата кредитов является исключительно экономический эффект от реализации проекта, т. е. доходы, которые будет генерировать проект в будущем.

Всех участников проектного финансирования можно разделить на основных, без участия которых проект не будет осуществлен, и второстепенных, которые могут участвовать в проекте по мере необходимости¹. Рассмотрим основных участников проектного финансирования.

1. Спонсоры. Спонсорами обычно являются владельцы проекта с наибольшей долей акций². При этом спонсором может выступать одна компания или консорциум. Типичные спонсоры в ПФ – иностранные транснациональные корпорации, местные компании, подрядчики, операторы, поставщики, правительства стран, в которых инвестиционные проекты подлежат реализации, и другие участники.

¹ Следует отметить, что существует разница между понятиями «участник инвестиционного проекта» и «участник проектного финансирования»: не все участники проекта участвуют в его финансировании, но все субъекты, финансирующие проект (или участвующие в его финансировании), являются его участниками.

² По данным Всемирного банка, доля спонсоров проекта обычно составляет не менее 30% проектных затрат.

2. Инициаторы проекта/проектная фирма. Проектной фирмой является юридическое лицо, на базе которого реализуется проект. Управляемая спонсорами проектная компания является центром проекта и действует по договоренностям с операторами, подрядчиками, поставщиками и клиентами.

3. Инвесторы. Ими могут выступать специализированные компании, государственные организации, крупные корпорации, международные организации, акционерные инвестиционные фонды. Функции спонсора и инвестора проекта могут пересекаться. Тем не менее их действия в рамках ПФ различаются: роль спонсоров комплексна и охватывает почти все грани поддержки проекта, в то время как основная роль инвестора – инвестирование в проект, он не несет ответственности по дополнительным обязательствам, вытекающим из проекта.

4. Кредиторы являются финансовыми учреждениями, предоставляющими денежные средства на условиях платности и возвратности (коммерческие банки, консорциумы, международные финансовые институты и др.).

5. Государство. Оно несет ответственность за реализацию проекта. Помимо политических гарантий и обеспечения наиболее благоприятного инвестиционного климата (концессии, приватизация, льготное инвестиционное законодательство), государство предоставляет кредиты и беспроцентные займы, учитывая социальную и экономическую значимость проекта, гарантирует поддержку финансовых потоков по проекту, хеджирует валютные риски и т. д.

6. Клиент/пользователь. Клиентом выступает сторона, которая заинтересована в покупке продукции проекта, независимо от того, является ли она продуктом (электро-

энергия, извлеченные полезные ископаемые и т. д.) или услугой (передача электроэнергии, транзит трубопроводным транспортом и др.). Основной задачей проектной компании является поиск клиентов, которые желают подписать долгосрочные контракты на покупку готовой продукции проекта.

7. Страховые и консалтинговые компании. Национальные агентства и частные страховые компании предлагают страхование политических рисков, а также иные виды страховых услуг. Юридические консультанты предоставляют свои услуги в качестве необходимой информации по заключению сделок, оформлению договоров, проведению переговоров. Например, консультант по вопросам маркетинга оценивает надежность показателей проекта; финансовый советник определяет финансовые возможности участников и проекта в целом. Различают также финансовое сопровождение проектов (*financial advising*), осуществляемое, как правило, крупными банками – организаторами кредитов.

Характерной особенностью проектного финансирования является привлечение значительной доли капитала из внешних источников: национальных и зарубежных, частных и государственных, из кредитных организаций, компаний нефинансового сектора экономики и т.д. Банковские кредиты в рамках ПФ составляют 65 – 80% от общего числа кредитов, предоставляемых инвестиционными институтами [21]. Таким образом, роль банков при реализации финансирования инвестиционного проекта трудно недооценить. В 90-е годы XX в. функции банков в ПФ ограничивались традиционным кредитованием [15]. В настоящее время изменилась также стратегия финансирования проекта со стороны банков. Ранее банки имели опосредованный контроль над проектом. Их интерес ограничивался процентом по кредиту. Сегодня посредством механизма проектного финансирования банки не только получают доход по кредитам, но и непосредственно контролируют проект до момента погашения всех обязательств, влияя тем самым на последующую судьбу проекта.

В связи с этим интересно изучить зарубежный опыт участия банков в проект-

ном финансировании. Это участие зависит от финансовых схем ПФ.

Финансовые схемы проектного финансирования делятся на параллельное и последовательное финансирование. **Параллельное финансирование** означает, что несколько кредитных учреждений с инициатором в лице солидного коммерческого банка или международного финансового института выделяют займы для реализации дорогостоящего инвестиционного проекта.

Применяются две формы параллельного финансирования: 1) *независимое параллельное финансирование*, когда каждый банк заключает с заемщиком кредитное соглашение и финансирует свою часть инвестиционного проекта (субпроект); 2) *софинансирование*, когда кредиторы выступают единым пулом/консорциумом/синдикатом. В качестве примера можно привести организацию финансирования крупномасштабного проекта «Евротуннель». Впервые кредитование проекта в сфере инфраструктуры обеспечивалось на частнопредпринимательской основе без вовлечения средств государственного бюджета и без государственных гарантий. Международный кредит под проект был предоставлен банковским синдикатом, возглавляемым Креди Лионнэ и четырьмя другими французскими и британскими банками и состоящим из 198 банков (впоследствии 209) [22]. Это был самый крупномасштабный синдицированный кредит, выданный на условиях ограниченной ответственности заемщика, погашение которого обеспечивается только поступлением доходов от данного проекта.

В схеме проектного финансирования с **последовательным финансированием** присутствует крупный банк, который выступает только в роли инициатора кредитных сделок. После выдачи займа предприятию банк-инициатор/банк-организатор передает по договору свои требования к заемщику другому кредитору. За оценку инвестиционного проекта, разработку кредитного договора и выдачу займа банк-организатор получает комиссионное вознаграждение.

В зависимости от выполняемых функций в проектом финансировании банки

**Крупнейшие международные банки и компании, участвующие
в проектном финансировании (по выполняемым функциям)**

Организаторы кредитов	Кредиторы	Инвесторы	Консультанты
BNP Paribas	Royal Bank of Scotland	Edison International	Latham & Watkins
Barclays	BNP Paribas	Saudi Oger International	Macquarie Bank
HBOS	Mitsubishi Tokyo Financial Group	Power	Korea Development Bank
ABN Amro	Sumitomo Mitsui Banking corp.	Grupo Ferrovial	Skadden Arps Slate Meagher & From
Korea Development bank	ABN Amro	Macquarie Bank	Allen & Overy
DrKW	Commonwealth Bank of Australia	Bechtel Group	Linklaters
CSFB	HVB Group	Exxon Mobile Corp	Sullivan & Cromwell
Goldman Sachs	CSFB	Hyundai Corp	Shearman & Sterling
HVB Group	Allied Irish Banks	International Power	Clifford & Chance
Kookmin Bank	Santander Central Hispano	Thiess	PriceWaterhouseCoopers

Источник. [17].

подразделяются на банки-организаторы, банки-кредиторы, банки-инвесторы и банки-юридические консультанты (табл. 1).

Банки-организаторы не занимаются предоставлением кредитов как таковых. Их деятельность заключается в поиске инвесторов, спонсоров, кредиторов и других участников проекта. Среди банков-организаторов более 90% составляют европейские и корейские банки. В последнее время их роль в проектном финансировании существенно возросла [21]. Это объясняется, с одной стороны, желанием прочих банков действовать через «проверенных» организаторов из-за нестабильности рыночной конъюнктуры. С другой стороны, имеет место встречное намерение «организаторов-лидеров» не упустить глобальное рыночное преимущество: на десять ведущих организаторов кредитов в 2007 г. приходилось порядка 31% предоставленных кредитов, что свидетельствовало о высокой степени концентрации рынка у относительно небольшой группы банков [17. С. 68]. Подразумевается, что крупнейшие игроки рынка

принимают участие лишь в наиболее значимых проектах, исходя из состояния отрасли, региональных особенностей и др. Наличие у лидеров стратегических предпочтений объясняется еще и тем, что организация кредитов для проектов является весьма специфической функцией, и банки-организаторы принимают на себя повышенные риски, при этом получают доход от сделки согласно вложенным средствам, как и другие участники финансирования проекта. Банки-организаторы также осуществляют кредитование проекта. Тем не менее банки, за исключением универсальных, редко сочетают эти две функции.

Банки-кредиторы предоставляют инвестиционным проектам денежные средства. Для того чтобы предложить свои услуги, банки формируют синдикаты, необходимые не только для увеличения капитала, но и для страхования от страновых рисков [19. С. 256]. Банки-кредиторы обычно не берут на себя ответственность за финансирование проекта целиком по причине больших рисков. Как правило, креди-

ты предоставляются на этапе строительства проекта. При оценке кредитуемого объекта банк анализирует отношение общей суммы поступлений (за вычетом расходов) к общей сумме основного долга и процентов по кредиту. В проектном финансировании этот коэффициент обеспечения должен быть не менее 1,3, в ряде случаев 1,8 – в зависимости от степени риска и специфики отрасли (в нефтехимической отрасли 2). Следует отметить, что привлечение банковских кредитов является благоприятным для проекта еще и с точки зрения тщательного контроля со стороны банков над целевым использованием выдаваемых ссуд.

Характерными инструментами банковского кредитования в рамках ПФ являются бриджевое финансирование и мезонинный кредит. **Бриджевый кредит** представляет собой краткосрочный банковский кредит (обычно сроком на 1,5 года), который причисляется к собственным средствам инвестора, если их размер составляет менее 30%. Данный кредит является довольно дорогостоящим (средний размер банковского процента составляет 14–18%). Как правило, проектная компания прибегает к использованию такого механизма в случае, когда есть уверенность, что на ранних стадиях проект будет генерировать значительные денежные потоки, чтобы погасить кредит в короткое время. Примером использования бриджевого финансирования является энергетический проект «Al Azzel» (Бахрейн), под который привлекались кредиты десяти арабских и европейских банков (организованных Национальным банком Бахрейна и Международным банком Персидского Залива) в размере 378,4 млн долл. США (75% проектных издержек) сроком на двадцать лет; оставшаяся сумма представляла собой бриджевое заимствование [7. С. 133].

Мезонинный кредит. Это относительно крупный кредит, как правило необеспеченный (т. е. предоставляемый без залога имущества) или имеющий глубоко субординированную структуру. Срок возврата займа обычно превышает 5 лет при погашении основной суммы в конце срока кредита. В рамках типовой формы заем сопровождается отрывным сертификатом (купо-

ном), дающим право на приобретение определенного числа акций или облигаций по указанной цене в течение определенного срока или аналогичным механизмом, дающим право кредитору участвовать в будущем успехе проекта. Примером является финансирование нефтехимического проекта «KerisPetro Finance» в Индонезии, под который было привлечено 200 млн долл. США основного кредита посредством концерна «Mitsui» по страховому покрытию Японского банка международного сотрудничества, 65 млн долл. в форме «мезонинного» финансирования и 217 млн долл. торговых кредитов [18. С. 112].

Кроме того, в проектном финансировании получила распространение такая форма кредита, как **«Pay in kind» (PIK)**. Процент по кредиту начисляется регулярно, но выплачивается в конце его срока (или по завершении наиболее рискованной части кредитования – окончания инвестиционной фазы и выхода на проектную мощность). Например, если требуемая норма доходности для такого инструмента составляет 25%, то ставка по кредиту структурирована как 12%+13% PIK. Таким образом, чтобы не увеличивать процентную нагрузку заемщика на инвестиционной фазе, он будет платить регулярно 12% годовых до момента выхода на проектную мощность, после чего заплатит оставшиеся 13% годовых за прошедший период единовременно [2].

Масштабность большинства долгосрочных инвестиционных проектов обуславливает необходимость финансирования проекта в форме синдицированных кредитов. Условия такого кредита устанавливаются банком – инициатором кредитного соглашения, к осуществлению которого он приглашает другие банки. Смысл создания синдиката при проектном финансировании состоит в том, что один банк вряд ли будет в состоянии кредитовать в полном объеме крупный инвестиционный проект, а также диверсифицировать возникшие риски, распределив их относительно равномерно среди всех участников синдиката. Процент по синдицированному кредиту начисляется, как правило, по плавающей ставке. Такая ставка устанавливается по желанию заемщика на период от 1 до 6 месяцев, и за

базу берут ставку ЛИБОР. Кредитный портфель проекта может включать в себя разные по характеру и условиям предоставления кредиты: обеспеченные и необеспеченные, краткосрочные и долгосрочные, одни виды кредитов могут быть субординированы по отношению к другим и т. д. [12].

Роль **банков-инвесторов** в проектном финансировании комплексна и охватывает почти все сферы поддержки проекта. Банки-инвесторы осуществляют прямые инвестиции (например, взносы в уставный капитал); портфельные инвестиции (приобретение ценных бумаг проектной фирмы); организацию инвестиций (например, при первичном размещении акций). Выбор инструментов финансирования определяется как желаемой степенью контроля за ходом реализации проекта, так и уровнем принимаемых банком рисков. В частности, участие банков в капитале проектной компании³ не только дает возможность установления эффективного контроля за целевым использованием средств, но также обеспечивает прямое участие инвестора в управлении проектом. С позиции принятия кредитором рисков, следует отметить, что на практике наибольшее распространение получило проекторное финансирование с правом частичного регресса на заемщика, когда кредитор имеет возможность обратиться за взысканием на имущество заемщика только при определенных условиях. При этом проектные риски распределяются между участниками таким образом, чтобы каждый из них был принят той стороной, которая смогла бы наилучшим образом его оценить и минимизировать.

Однако возможны и другие варианты: финансирование без права регресса, при котором банки принимают на себя все риски, связанные с реализацией проекта (для этого требуется уникальная комбинация низкого уровня кредитного риска, кратчайших сроков реализации и чрезвычайно высокой рентабельности проекта), а также финансирование с правом полного регресса на заемщика, предполагающее, что кре-

дитор не принимает на себя риски по проекту и сохраняет за собой право полной компенсации инвестиционных вложений за счет предоставленного обеспечения спонсорами или организаторами проекта.

В проектном финансировании банки могут выполнять и другие функции, не являющиеся специфическими для их деятельности.

Банки-консультанты оказывают услуги по предоставлению необходимой информации о кредитах, банках, правилах оформления документов, подписании договоров, проведении переговоров. Кроме того, банки-консультанты могут заниматься оценкой показателей надежности проекта, определяют финансовые возможности участников и проекта в целом.

Кроме того, банки могут выступать в качестве инвестиционных брокеров, организующих размещение ценных бумаг, эмитируемых проектной компанией (investment brokers); гарантов по различным обязательствам: кредитным, контрактным, участия в тендерах и др. (guarantors); учредителей лизинговых компаний, организаторов лизинговых сделок и др. Исключительно монопольными для коммерческих банков функциями в области ПФ являются организация синдицированных кредитов и роль «провайдера», т. е. участие в синдикатах своими финансовыми ресурсами [20].

Следует также отметить **банк-«сервисный центр»**, роль которого состоит в обслуживании проектов. Так, для реализации национального проекта «Fujairah Water & Power Project», стоимость которого составила 950 млн долл. США, Национальный банк Абу Даби исполнял функции финансового консультанта, ведущего организатора кредитных средств, агента по размещению ценных бумаг, в том числе облигационных выпусков, а также осуществлял расчеты по контрактам. Среди европейских кредиторов можно отметить «всеядность» английского банка «Standard Chartered» [7. С. 412]. Банк работал с проектами абсолютно разных масштабов (наиболее мелкий проект – 68 млн долл., а крупный – 906 млн долл.).

Банк-стратег создает благоприятные внешнеторговые предпосылки для поставки сырья с емких рынков. Это, как прави-

³ Например, учредители проекта могут предоставить банку свою долю участия в капитале проектной компании на период действия инвестиционного кредита на условиях обратного выкупа.

ло, крупные европейские или американские банки, имеющие опыт работы на развивающихся рынках и влияющие на стратегию развития проекта.

Банк-спонсор – это банк, работающий преимущественно в своем регионе и создающий условия для региональных проектов вне зависимости от специфики отрасли. Целью деятельности такого банка является содействие национальным стратегиям развития региона.

Участие банков в проектном финансировании различается в региональном и отраслевом разрезе. Следует отметить также специализацию банков в части объектов ПФ. Рассмотрим роль банков в финансировании проектов, реализуемых в основных регионах мира.

В странах **Европы** проектное финансирование является в большей степени прерогативой банков данного региона. Если в организации кредитов еще наблюдается определенное соперничество со стороны банков Северной Америки, то среди банков-организаторов по суммам и количеству сделок приоритеты полностью принадлежат западноевропейским банкам. С другой стороны, существуют разновидности кредитной и стратегической политики европейских банков, в зависимости от которой их можно условно разделить на три категории: национальные участники-«труженики», участники-универсалы, агрессивные спекулянты [7]. В качестве национального участника выступает подразделение французского банка «*Societe General*» – «*SG Corporate & Investment Banking*». Основная функция группы – организация финансирования инфраструктуры: в 2005 г. из 12 проектов банка на долю Европы (преимущественно Великобритании и Испании) приходилось 8 программ инфраструктуры. Группа также чередует участие в наиболее крупных проектах («*Tube Line*», Великобритания) и не очень масштабных – 94,9 млн евро («*Dragados Conceiones*», Испания) [20]. Наиболее крупным участником европейского рынка ПФ является «*Depfa Bank*», активы которого составляют 200 млрд евро, а совокупные обязательства по инфраструктурным проектам «с ограниченным регрессом» – 2,6 млрд долл. [16. С. 126]. Банк

осуществляет проектную деятельность в Европе, Японии, Северной Америке, при явном предпочтении в отношении европейских сделок. Так, среди 21 проекта, в которых банк участвовал в 2005 – 2006 гг., 14 приходилось на рынок Европы (из них 8 на Великобританию). При этом банк финансирует как крупные проекты (самый масштабный из которых – «*Tube Line*» – 317 млрд долл.), так и сравнительно небольшие – «*East Renfrewshire Schools PFI*» (68 млн евро).

Наряду с банками, в проектном финансировании также заинтересованы банковские холдинги и группы.

Интернациональные участники-агрессоры – это, как правило, крупные инвестиционные банковские холдинги, располагающие развитой сетью дочерних банков, специализирующиеся на определенных регионах и областях. Немецкая банковская группа «*WestLB*» профинансировала более 20 проектов, около половины которых приходилось на долю США. Данный пример ориентации европейского банка преимущественно на проекты Северной Америки почти уникален: «традиционные» европейские банки в редких случаях имеют столь повышенный интерес к американским проектам. Отчасти это связано с тем, что для банка приоритетной областью является возобновляемая энергетика, активно пропагандируемая в США. Старейший немецкий банк «*ING*», напротив, участвует в традиционных энергетических проектах, в том числе в создании соответствующей транспортной и трубной инфраструктуры. Банк ориентирован на проекты традиционных «сырьевых» государств, подавляющее большинство которых реализуется на Ближнем и Среднем Востоке.

В целом, можно отметить, что при организации проектов в рамках ПФ европейские банки более бескомпромиссны и менее гибки, чем, например, американские. Большинство из них свойственно ярко выраженное разделение приоритетов по страновым или отраслевым предпочтениям. Традиционная энергетика стран Восточной Европы и Азии пока мало привлекательна для банков из развитых европейских стран. Это не свидетельствует о том, что они не

участвуют в проектах, но их роль, как правило, не лидирующая⁴. Финансирование проектов развивающихся европейских и азиатских государств по-прежнему остается прерогативой международных организаций и крупных инвестиционных (как правило, неевропейских) банков и компаний.

В Азиатско-Тихоокеанском регионе (АТР) модель ПФ – одна из самых «закрытых» (после Европейского региона), т. е. как правило, основными участниками являются банки данного региона. У крупных иностранных банков, длительное время работающих в АТР, все больше стираются отраслевые предпочтения и ограничения. Они в большей степени исходят из общего риска региона. Отраслевые, административные и иные риски, присущие конкретному государству АТР, для них отходят на второй план. На примере АТР наиболее ярко проявляется отношение внешних инвесторов к комплексному риску региона: либо они безоговорочно принимают Азию как объект перспективных вложений, либо также безоговорочно ее отвергают.

Для банков, работающих в АТР, характерны три модели кредитной политики [7. С. 188]:

- *азиатско-восточная «стимулирующая» модель кредитной политики.* Текущий кредитный портфель «Asian Bank» включает 14 проектов, из которых 3 находятся в стадии согласования. Из этих проектов 4 приходятся на Японию, по 2 – на Катар и Оман, остальные реализуются в Гонконге, Венгрии, Малайзии, Индонезии, Таиланде, Сингапуре;

- *модель «Энергетика внутри АТР»* направлена на стимулирование внутренней энергетики региона. Примером стала деятельность французского банка «Societe General», все 6 проектов которого приходились на АТР, в том числе 5 из них – на область энергетики;

- *модель региональных исключений («Все, исключая АТР»).* Ее придерживается французская финансовая группа «Calyon»,

из 22 проектов которой в 2004 г. на долю АТР приходился всего 1, несмотря на то, что большинство из них реализованы в энергетическом секторе.

Из иностранных (неазиатских) банков наиболее активно в АТР участвуют «ABN Amro», «BNP Paribas», «Barclays», «Citigroup».

Рынок ПФ стран **Латинской Америки** представлен преимущественно иностранными компаниями и банками, как правило очень крупными, для которых деятельность в регионе стала профильной, что объясняется высокой долей их участия в регионе. Причем банки участвуют в проектах большинства сегментов рынка. Следовательно, региональные риски имеют предпочтения по отношению к отраслевым.

Банки предпочитают не совмещать консультирование проекта и участие в нем в качестве кредитора, т. е. разделяют соответствующие риски. Для Латинской Америки это является принципиальным условием, что вполне оправданно – банки и так принимают на себя повышенные риски по нескольким сделкам из различных отраслей.

Для финансирования национальных проектов действуют определенные схемы и условия. Страхование заемного финансирования осуществляют крупные национальные и международные концерны «MBIA», «XL», «Inter-American Development Bank», «Ambac» и др. Банки выступают в качестве «промежуточных» кредиторов на короткий срок. Облигации распространяются преимущественно среди внутренних инвесторов – частных пенсионных фондов или страховых компаний. Иногда они размещаются за рубежом, как, например, в случае проекта строительства аэропорта в Сантьяго стоимостью 200 млн долл. США [13].

Поддержку национальным проектам могут оказывать дочерние структуры иностранных банков – «Banamex» (входящий в состав «Citigroup»), «Bancomer» (в собственности испанского «Banco Bilbao Viscaya Argentaria») и «Santander Mexico» (дочерняя структура другого известного испанского банка). В целом, доля всех трех банков «Citigroup», «Banco Bilbao Viscaya» и «Santander» в общей сумме активов банковской системы Латинской Америки составляет 70%, причем наибольшая их часть

⁴ В данном случае рассматривается классическая схема ПФ, а не так называемое суррогатное (корпоративное) ПФ – предоставляемое консорциумом банков на общекорпоративные цели, т. е. без четко определенного целевого назначения.

размещена в наиболее «технологических» странах региона – Мексике (43%), Бразилии (27%) и Чили (13%) [17].

Особенностью рынка ПФ **Северной Америки** является то, что он в значительной степени подвержен притоку/оттоку банковских кредитов при возникновении позитивных/негативных явлений: в период рецессии экономики США в 2001–2003 гг. объем привлеченных ими банковских кредитов в рамках ПФ сократился в 10 раз [9]. В качестве основных банков-кредиторов в данном регионе можно выделить «CSFB», «Bank of America Corp», «BNP Paribas», «Bank of Nova Scotland».

Указанные и другие особенности ПФ в региональном разрезе приведены в табл. 2.

Кроме рассмотренных регионов, хотелось бы отдельно остановиться на опыте

использования проектного финансирования в **Российской Федерации**. Правовая основа развития ПФ в России была заложена Законом РФ «О соглашениях о разделе продукции» от 30 декабря 1995 г. Для освоения и использования зарубежного опыта в данной области при участии Центробанка РФ совместно с ЕБРР в Москве был учрежден Российский банк проектного финансирования. Созданы Российский центр проектного финансирования и Центр содействия иностранным инвестициям при Министерстве экономики. Позднее, в соответствии с постановлением Правительства РФ, Центр проектного финансирования был преобразован в ЗАО «Федеральный центр проектного финансирования».

Наиболее активно из всех российских банков проектное финансирование разви-

Таблица 2

Особенности рынка проектного финансирования по регионам

Регион	Особенности проектного финансирования
Северная Америка	<ol style="list-style-type: none"> 1. Наименьшая роль ссудного капитала в рамках ПФ. 2. Использование особой схемы ПФ, ориентированной на производные финансовые ресурсы. 3. «Рекламирование» проектов, имеющих политическую подоплеку.
Европа	<ol style="list-style-type: none"> 1. Характерны преимущественно кредиты «своих» банков. 2. Высокая степень взаимозависимости стран региона. 3. Четкое деление банков на участников-«тружеников», участников-универсалов и агрессивных спекулянтов, функции которых в организации ПФ различны. 4. Отказ от использования традиционных форм кредитных обязательств, упор на степень привлекательности проекта. 5. Недостаточная гибкость европейских банков.
Азиатско-Тихоокеанский регион	<ol style="list-style-type: none"> 1. Характерны преимущественно кредиты «своих» банков. 2. Поступающие средства распределяются неравномерно внутри региона, что обусловлено различными уровнями экономического развития отдельных государств. 3. Возрастает роль корейских банков, таких как «Kookmin bank» и «Korea Development Bank». 4. Рынок финансовых консультантов представлен национальными компаниями. 5. Существует общий региональный риск. 6. У крупных иностранных банков, длительное время работающих в данном регионе, стираются отраслевые предпочтения.
Латинская Америка	<ol style="list-style-type: none"> 1. Доля проектов ПФ в странах Мексики и Чили в значительной степени преобладает в сравнении с другими странами региона. 2. ПФ в странах Латинской Америки является в большей степени механизмом по снижению внешнего долга, чем государственной стратегией стимулирования капитала. 3. Активная поддержка проектов ПФ со стороны государственных органов. 4. Высокая степень разделения функций между банками с целью максимального снижения рисков. 5. Рынок ПФ в данном регионе представлен в основном иностранными компаниями и банками.

Источник. Авторская разработка.

вают Сбербанк и МДМ-банк. В 1999 г. Сбербанк, например, осуществил кредитование ряда крупных по российским меркам инвестиционных проектов. Самые большие кредиты были выделены следующим предприятиям:

- ОАО «Северсталь» на проект оптимальной организации производства в размере 50 млн долл.;

- «Ростелеком Лизинг» на проект создания наземного сегмента спутниковой связи в размере 30 млн долл.;

- «Ростелеком» на проект создания цифровой сети международной связи в объеме 850 млн руб.;

- ОАО «Вымпел-Коммуникация» на проект создания сети сотовой связи стандарта GSM 900/ 18000 в размере 25 млн долл. [12].

МДМ-банк также осуществил в течение 1999 – 2000 гг. финансирование ряда инвестиционных проектов, но их объем, в целом, был ниже тех, что финансировал Сбербанк. Среди них можно выделить проект финансирования развития и обустройства газовых месторождений, осуществляемых компанией «ИТЕРА».

Более активно банки участвуют в финансировании инвестиционных проектов в рамках ФПГ. Это облегчает процедуру контроля за реализацией проекта и погашением кредита. Следующий шаг – участие российских банков в международных банковских консорциумах при финансировании серьезных объектов, имеющих международное значение.

Таким образом, ПФ является одной из форм финансирования, получивших широкое распространение в мире. Оно имеет ряд сравнительных преимуществ при реализации крупных проектов, среди которых можно выделить:

- возможность привлечения инвестиционных ресурсов, размер которых существенно превышает наличные активы соискателя инвестиций;

- наличие различных способов финансирования в рамках ПФ: приобретение банком доли в уставном капитале инициатора проекта, учреждение новой специальной компании с долевым участием инициатора проекта, выпуск целевых облигационных

займов или привлечение банком соинвесторов;

- возможность снижения проектных рисков и их распределения между участниками проекта;

- отсутствие жестких требований к финансовому состоянию компании-заемщика. В то время как при бюджетном и корпоративном финансировании, прежде всего, учитывается платежеспособность заемщика, в ПФ оцениваются будущие доходы от проекта;

- возможность получения доступа к более дешевым иностранным ресурсам.

Интересно рассмотреть возможности и условия использования механизмов ПФ в Республике Беларусь.

Анализируя опыт реализации финансирования инвестиционных проектов банками, следует отметить, что доля активов банковской системы Республики Беларусь низка даже по меркам стран Восточной Европы. Так, например, отношение активов банков к ВВП в Польше составляет 63%, в Чехии – 68%, в Республике Беларусь – только 27,8% [10]. К системно-специфическим факторам, объясняющим слабость национальной банковской системы, относятся:

- низкая капитализация банков. Совокупный капитал банков не превышает 5% ВВП, что значительно меньше аналогичных показателей не только развитых, но и основной части развивающихся стран;

- повышенный кредитный риск. В банковском секторе Беларуси кредитный риск, связанный с несвоевременным возвратом заемщиками предоставленных банками кредитов, характеризуется значительным уровнем проблемных кредитов;

- недостаточная диверсификация источников формирования ресурсов банков, и в частности низкий удельный вес средств населения, ценных бумаг, эмитируемых банками, а также иностранного капитала;

- региональные диспропорции, в частности недостаточно рациональное распределение банковских ресурсов по территориальному принципу;

- высокая степень монополизации и слабая конкуренция в банковской системе. Нарастанию ресурсной базы банков препятствует структура собственности банков,

характеризующаяся ярко выраженной государственной монополией (88%). Это также объясняет значительную степень централизации банковских ресурсов. В частности, доля 7 банков, уполномоченных обслуживать государственные программы и мероприятия (к которым относятся «Белинвестбанк», «Белпромстройбанк», «Белагропромбанк» и др.), составляет около 77%. Перечень услуг, предоставляемых банками республики, в 6-7 раз ниже уровня стран с развитой рыночной экономикой [10].

В то же время в Республике Беларусь банки выступают основным финансовым посредником, а их участие в проектном финансировании является способом привлечения больших объемов иностранных инвестиций.

Проблемы с освоением инвестиционных ресурсов национальных банков связаны как с низкой платежеспособностью потенциальных заемщиков, так и со слабой экономической обоснованностью представляемых инвестиционных проектов. Рассмотрим наиболее существенные риски при организации проектного финансирования и возможные пути их минимизации для белорусских банков.

Акционерные риски. В большей степени связаны со сменой собственников, например, при осуществлении поглощения; при этом у нового собственника могут быть другие планы относительно данной компании. Среди механизмов минимизации следует отметить: заключение соглашения о сохранении текущей структуры акционеров проектной компании (компании заемщика) до момента полного погашения долгосрочных обязательств перед банком (share retention agreement); осуществление финансирования компаний, оказавшихся в проблемной ситуации, с целью реструктуризации текущего долга и недопущения дефолта (distressed financing – финансирование убыточного проекта). Данное финансирование является, как правило, более дорогим для компании [2. С. 45].

Риск кредитования компании, являющейся частью холдинга. Включает риск вывода денег из проекта в связи с оказанием финансовой помощи дочерним, материнским и другим аффилированным организа-

циям или в целях финансирования других инвестиционных проектов, а также риск возможного трансферного ценообразования, в результате которого прибыль от проекта будет аккумулироваться на балансе других юридических лиц. Кроме того, целесообразно оформление в залог по кредиту всего имущества проектной компании, в том числе активов, создаваемых и приобретаемых в рамках проекта, а также введение штрафных санкций в виде повышенной ставки кредитования и условий о праве банка требовать досрочный возврат кредита в случае нарушения указанных выше условий. Предпочтительным механизмом страхования является внесение в кредитный договор *условий кросс-дефолта*, позволяющего требовать от заемщика досрочного возврата кредита в случае дефолта поручителя/залогодателя (ей) по выполнению собственных долговых обязательств [2. С. 51].

Риск разрыва отношений со стратегическим партнером. Возникает в случаях, когда стратегический партнер обеспечивает основной объем сбыта или является ключевым поставщиком сырья. С целью минимизации данного риска целесообразно заключение контрактов типа «бери и плати» (take and pay – проектная компания оплачивает только сырье, которое ей необходимо, риск размещения невостребованного сырья ложится на поставщика) или «бери или плати» (take or pay – на основании контракта покупатель обязан купить продукцию, а в случае отказа – полностью заплатить за нее) [6. С. 99]. Для снижения негативного эффекта от данного риска возможно использование *триггерной структуры*⁵, что предполагает создание резервного фонда при наступлении определенных условий. Например, при сооружении электростанций для компании Entergy (США) риски несоблюдения кредитных соглашений со стороны проектной компании были смягчены для кредитора тем, что при падении коэффициента обслуживания задолженности ниже 2,0 распределение денежных потоков в адрес инициатора не производилось и все сред-

⁵ Триггер (англ. trigger – спусковой крючок) – условие кредитного соглашения, при котором автоматически могут проявляться неожиданные последствия, например требование досрочного погашения кредита.

ства, накапливавшиеся после обслуживания займа, направлялись в резервный фонд, контролируемый кредитором [3].

Риски незавершения проекта. Технологии минимизации данного риска включают: технологическое проектирование «под ключ» известными техническими консультантами или инжиниринговыми подразделениями; предоставление гарантии завершения строительства объекта (completion guarantee); детальное описание в договорах финансовых санкций за неисполнение или несвоевременное исполнение обязательств поставщиками и подрядчиками.

Риски недофинансирования. Включают риск увеличения первоначальной стоимости проекта и длительности инвестиционной фазы проекта, риск неправильной оценки потребности в оборотных средствах в рамках проекта и др. Механизмы минимизации включают: применение специфических для ПФ кредитных механизмов (мезонинный кредит, кредит РИК и др.); использование *соглашения о поддержке проекта* (project support agreement), при котором банк и инициаторы проекта оговаривают обязательства инициаторов (акционеров) по внесению дополнительных средств при увеличении стоимости проекта и лимит их ответственности [2. С. 96].

Коммерческий и финансовый риски. Здесь целесообразно использование различных банковских гарантий. Это *тендерная гарантия* на покупку сырья и материалов под строительство; *фронтальная гарантия* – гарантия на всю сумму проекта; *гарантия обслуживания* – выдаваемая в обеспечение исполнения обязательств по обслуживанию законченного объекта при подрядном строительстве [1. С. 56].

Валютные и политические риски. Используются гарантии покупателя-оффтейкера (oftaker), который должен находиться по одну сторону границы с банком-кредитором и иметь выручку в твердой валюте [3].

Для стимулирования банковской активности при организации финансирования инвестиционных проектов в рамках ПФ в Республике Беларусь целесообразны следующие меры.

1. Создание банками собственных финансовых групп, что предполагает пересмотр

в сторону смягчения действующих в настоящее время ограничительных нормативов по участию банков в уставных фондах юридических лиц. Это станет стимулом для банков к расширению в портфеле их активов инвестиционных кредитов организаций банковской группы, которые будут включать высокотехнологические инвестиционные кредиты, подкрепленные оказанием необходимых для такого рода инвестиций информационного обеспечения, услуг в разработке и экспертизе бизнес-планов, международного лизинга, страхования. Объединение организаций различных отраслей в одном финансовом пространстве будет способствовать более равномерному распределению инвестиционных рисков внутри группы, что позволит существенно снизить риски проектного финансирования.

2. Придание некоторым банкам («Белинвестбанк», «Белпромстройбанк» и «Беллагропромбанк»), обслуживающим государственные инвестиционные программы, статуса инвестиционных банков с соответствующими полномочиями работы на фондовом рынке и гарантиями и льготами со стороны государства.

3. Развитие системы мониторинга финансового положения организаций на центральном и региональном уровнях, формируемой Национальным банком, будет способствовать развитию инвестиционного кредитования. На перспективу необходимо предусмотреть возможности информационного обмена с Российской Федерацией базой данных мониторинга.

4. Разработка правовых условий реализации механизма предоставления консорциальных (синдицированных) кредитов с разделением рисков между несколькими банками и привлечения на белорусский финансовый рынок иностранных страховых организаций, занимающихся страхованием кредитных рисков.

5. Поддержание действующей льготы по уменьшению начисления фонда обязательных резервов на величину выданных инвестиционных кредитов, а также рассмотрение возможности поддержки в случае необходимости текущей ликвидности банка, выдавшего инвестиционный кредит по льготной процентной ставке.

Несмотря на существование ряда факторов, которые препятствуют реализации механизма проектного финансирования в национальной экономике, оно может стать более предпочтительным механизмом кредитования для национальных банков, чем традиционное финансирование. Кроме того, проектное финансирование позволит получать существенно большую доходность по долговым инструментам для банка, особенно при наличии апсайда⁶.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Банковский кодекс Республики Беларусь от 25.10.2000 г. № 441-З (ред. от 11.11.2002 г.)* // Ведомости Национального собрания Республики Беларусь. 2000. № 31.
2. *Беликов Т.* Минные поля проектного финансирования: пособие по выживанию для кредитных работников и инвесторов. М.: Альпина. 2009.
3. *Вертлюгина А., Покровский Д.* Проектное финансирование: осознанная необходимость? // Нефтегазовая вертикаль. 2005. № 8.
4. *Гражданский Кодекс Республики Беларусь*: с изм. и доп. по Г76 состоянию на 1 апр. 2007 г. 4-е изд.; с изм. и доп. Минск: Национальный центр правовой информации Республики Беларусь, 2007.
5. *Инвестиционный кодекс Республики Беларусь*: с изм. и доп. по состоянию на 30.11.2009 г. Минск: Национальный центр правовой информации Республики Беларусь, 2009.
6. *Йескомб Э.Р.* Принципы проектного финансирования / Пер. с англ. И.В. Васильевской/ Под общ. ред. Д.А.Рябых. М.: Вершина, 2008.
7. *Катасонов В.Ю.* Проектное финансирование: мировой опыт и перспективы для России / В. Ю. Катасонов, Д. С. Морозов, М. В. Петров. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Анкил. 2001.
8. *Kensinger John W., Martin John D.* Project Finance: Raising Money the Old-Fashioned Way / Новые Корпоративные Финансы: Теория подтверждается практикой. Нью-Йорк: McGraw-Hill, 1999.
9. *Нестеренко Р.Б.* Проектное финансирование: мировая практика и российский опыт // Рынок ценных бумаг. 2003. № 12 (243).
10. *Полегошко Т.И.* О кредитовании банками экономики // Банковский вестник. 2009. Май.
11. *Родюков А.С.* Проектное финансирование: зарубежный опыт и предпосылки применения в Республике Беларусь // Экономический бюллетень НИЭИ Министерства экономики Республики Беларусь. 2007. № 9.
12. *Шуркалин А.К.* Проектное финансирование как эффективная форма международного кредитования // Финансовый менеджмент. 2003. № 2.
13. *Comer B., Bodnar M. Godnar.* Project Finance Teaching Note [Электронный ресурс]. 2006. Режим доступа: <http://finance.wharton.upenn.edu/~bodnarg/ml/projfinance.pdf>. Дата доступа: 15.08.2008.
14. *Forrester J. Paul.* The Role of Commercial Banks in Project Finance // Journal of Project Finance. 1995.
15. *Fouzul Kabir Khan M., Parra Robert J.* Financing Large Projects: Using Project Finance Techniques and Practices. Cambridge, 2007.
16. *Global Project Finance Review 4Q-2006.* New York: Thomson Financial, 2007.
17. *Graham D. Vinter, Gareth Price, Gareth Pierce.* Project Finance: A Legal Guide. Oxford, 2005.
18. *Hainz, C, Kleimeier S.* Political risk in syndicated lending: theory empirical evidence regarding the use of project finance // LIFE working 03-014. 2003.
19. *HM Treasury:* Infrastructure Procurement: Delivering Long-Term Value. March 2008. P. 6.
20. *Sorge M. and Gadancz B.* The term structure of credit spreads project finance // BIS Working Papers. 2004. № 159.
21. *Terry Gourvish.* The official history of Britain and the Channel Tunnel. Research: Mike Anson, 2006.
22. *World Development Report.* New York: Oxford University Press, World Bank. 1994.

⁶ Апсайд (от англ. upside) – возможность зарабатывать на росте рыночной капитализации компании, например путем получения опционов на покупку по текущей рыночной стоимости и продажу по будущей рыночной стоимости миноритарного пакета акций компании.

Материал поступил 18.06.2010 г.