

УПРАВЛЕНИЕ ПРОЕКТАМИ

А.З. Бобылева, Л.Г. Судас

ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ: ПЕРСПЕКТИВЫ ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭНЕРГЕТИКИ¹

В статье изложены результаты научно-исследовательской работы, выполненной по заказу Министерства энергетики РФ: обоснована необходимость поиска нетрадиционных инструментов финансирования капиталоемких долгосрочных энергетических проектов в России, показаны особенности механизма проектного финансирования, рассмотрена практика его использования за рубежом и возможности применения в специфических российских условиях.

Ключевые слова. Инвестиции, проектное финансирование, проектное кредитование, государственное регулирование, топливно-энергетический комплекс, механизм финансирования крупных инвестиционных проектов, инвестиционные потребности, структура проектного финансирования, риски проектного финансирования.

The results of research fulfilled under the Ministry of Energy of the Russian Federation are represented: the necessity of looking for nonconventional tools of financing of capital-intensive long-term energy projects in Russia is proved, the peculiarities of project financing are shown. Much attention is given to the practice of project financing abroad and the possibilities of it's application in Russia.

Key words. Investments, project financing, project credit, public administration, power engineering, the financing of capital-intensive long-term energy projects, investment needs, the structure of project finance, project finance risks.

Бобылева Алла Зиновьевна — доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой финансового менеджмента факультета государственного управления МГУ имени М.В. Ломоносова, e-mail: bobyleva@spa.msu.ru

Судас Лариса Григорьевна — доктор философских наук, профессор кафедры социологии управления факультета государственного управления МГУ имени М.В. Ломоносова, e-mail: sudaslg@spa.msu.ru

¹ Научно-исследовательская работа проводилась по заказу Министерства энергетики РФ на базе Центра политической конъюнктуры в 2010 г. по теме «Анализ существующих механизмов регулирования проектного финансирования и разработка предложений по их совершенствованию в целях привлечения инвестиций для развития энергетической инфраструктуры (в рамках утвержденного Правительством Российской Федерации Плана по реализации основных направлений антикризисных действий и политики модернизации российской экономики Правительства Российской Федерации на 2010 год)». Руководитель НИР — д.ф.н., проф. Л.Г. Судас, научный руководитель НИР — д.э.н., проф. А.З. Бобылева. К работе были привлечены эксперты, в частности ведущие специалисты и руководители ОАО «Газпром», ООО «РБПФ. Проектное финансирование», Герберт Смит СНГ ЛЛП и др.

В соответствии с энергетической стратегией России на период до 2030 г. средний ежегодный объем инвестиций в развитие отраслей топливно-энергетического комплекса (ТЭК) возрастет примерно в два раза. В ценах 2007 г. в целом за период он оценивается в 1,8 – 2,2 трлн долл. США, а с учетом инвестиций в сферу энергоснабжения – в 2,4 – 2,8 трлн долл.²

Встает вопрос: обладает ли Россия источниками финансирования для выполнения столь масштабных проектов? Ответ на этот вопрос наглядно представлен в таблице. Прибыль отраслей ТЭК за 2009 г. составила 52 млрд долл., что представляет собой лишь незначительную часть инвестиционных потребностей³. Емкость рынка публичных размещений также невелика: в 2009 г. она составила около 3,5 млрд долл.⁴ Дополнительная эмиссия, приводящая к размыванию долей существующих акционеров, неприемлема для стратегических компаний ТЭК.

Использование заемных средств (банковских кредитов и облигаций) ограничено, поскольку многие компании достигли пределов корпоративных заимствований, а дополнительная нагрузка на баланс ухудшает финансовое состояние и рейтинги компаний ТЭК. Кроме того, долгосрочные и недорогие источники кредитов отсутствуют. В целом можно сказать, что возможности российской банковской системы не соответствуют потребностям: общие кредиты российских банков предприятиям составляют лишь 430 млрд долл.⁵

Бюджетные средства отличает ограниченная доступность, недостаточная гибкость привлечения и использования, потенциальное увеличение налогового бремени на экономику. Правительство Российской Федерации не в состоянии обеспечить необходимый уровень инвестиций за счет бюджетных ассигнований. К тому же такая постановка вопроса вообще неправомерна: современная финансовая парадигма такова, что государство должно обеспечить условия, при которых компании, работающие в сфере энергетики, окажутся в состоянии сами привлечь необходимые инвестиции с отечественного и мирового рынков капитала.

Таким образом, существующие источники финансирования не способны удовлетворить потребности в инвестициях для развития российского ТЭК и энергоснабжения экономики. ТЭК нуждается в новых объемных источниках и нетрадиционных инструментах финансирования.

² Энергетическая стратегия России на период до 2030 г. утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 13 ноября 2009 г. № 1715-р.

³ Финансы России. Официальное издание // Федеральная служба государственной статистики. М., 2010.

⁴ Официальный сайт Центрального банка РФ <http://www.cbr.ru/publ/> 5.12.2010

⁵ www.cbr.ru 5.12.2010

Инвестиционные потребности российского ТЭК и возможности их финансирования

Традиционные источники финансирования		Комментарий
Собственные средства, в том числе:		
Прибыль предприятий	прибыль отраслей ТЭК за 2009 г. составила 52 млрд долл.	Несопоставима с инвестиционными потребностями
Привлечение акционерного капитала	в 2009 г. – около 3,5 млрд долл.	Емкость рынка публичных размещений невелика
Дополнительная эмиссия	не принята	Связана с размыванием долей существующих акционеров, в частности государства, что неприемлемо для стратегических компаний ТЭК
Заемные средства, в том числе:		
Банковские кредиты и облигации	общие кредиты российских банков предприятиям составляют около 430 млрд долл.	Возможности российской банковской системы ограничены: долгосрочные и недорогие источники кредитов отсутствуют, многие компании достигли своих пределов корпоративных заимствований, дополнительная нагрузка на баланс ухудшает финансовое состояние и рейтинги компаний ТЭК
Бюджетные средства		ограниченная доступность; потенциальное увеличение налогового бремени на экономику; слабый контроль за результативностью

Для обеспечения инвестиционных потребностей ТЭК необходимо решить следующие задачи:

- обеспечить доступ предприятий российского ТЭК к длинным и относительно недорогим ресурсам с международных рынков;
- снизить издержки на привлечение инвестиций и стоимость капитала для компаний ТЭК (что увеличит конкурентоспособность компаний и окажет положительное влияние на тарифы ТЭК для других субъектов экономики);
- минимизировать использование бюджетных средств за счет стимулирования частных инвестиций, мультипликативного эффекта от общего экономического роста.

Важнейшим механизмом решения указанных задач и ключевой частью финансовой политики в отрасли может стать использование проектного финансирования.

Следует отметить, что в научной и методической литературе термин «проектное финансирование» трактуется неоднозначно. Зачастую его рассматривают как вид кредитования. Например, В. Хренов утверждает: «...проектное финансирование – это тип заемного кредитования отдельной хозяйственной единицы (проекта), при котором кредитор рассматривает доходы такой хозяйственной единицы как основной источник фондов, из которых будет производиться обслуживание долга и выплата его основной части. При этом такой заем относится к категории так называемых non-recourse или limited recourse loans, т.е. к займам, при которых кредитор не имеет или почти не имеет возможности обратиться за взысканием на имущество спонсоров проекта и может в основном рассчитывать на удовлетворение своих требований только из имущества самой финансируемой хозяйственной единицы»⁶. П.К. Невитт определяет проектное финансирование как «финансирование отдельной хозяйственной единицы, при котором кредитор готов на начальном этапе рассматривать финансовые потоки и доходы этой хозяйственной единицы как источник формирования фондов, из которых будет производиться погашение займа, и активы этой хозяйственной единицы как дополнительное обеспечение по займу»⁷.

В работах В.Н. Шенаева и Б.С. Ирниязова встречается термин «проектное кредитование», который трактуется как «кредитование, обеспеченное экономической и технической жизнеспособностью отдельно взятого проекта, от реализации которого ожидается достаточный приток денег для обслуживания и выплаты долга и где имеет место приемлемое распределение рисков между его участниками»⁸.

Однако, несмотря на то что проектное кредитование и проектное финансирование имеют ряд одинаковых признаков (например, обязательное создание проектной компании), между ними существуют различия. В частности, для проектного кредитования характерны следующие признаки:

- по специфике процесса – кредитная операция;
- по характеру участия – проектная компания (проектностроитель) и банк (заимодавец);
- по источнику погашения задолженности – денежные поступления от инвестиционного проекта;
- по распределению проектных рисков – между заемщиком и кредитором; последний имеет ограниченное право перевода на заемщика ответственности за погашение кредита;

⁶ Конопляник А. Проектное финансирование в нефтегазовой промышленности: мировой опыт и начало применения в России // Нефть, газ и право. 2000. № 1.

⁷ Nevitt P.K. Project Financing. 5th ed. / Publ. by Euromoney. L., 1989. P. 405.

⁸ Шенаев В.Н., Ирниязов Б.С. Проектное кредитование. Зарубежный опыт и возможности его использования в России. М., 1996. С. 120.

- по участию инвесторов в распределении прибыли – пропорционально доле участия в объеме финансирования проекта.

В свою очередь проектному финансированию присущи следующие особенности:

- по специфике процесса – многообразная операция, сочетающая в себе элементы кредитования и финансирования за счет собственных средств спонсоров и привлеченных источников (займов и кредитов);

- по характеру участников – инициаторы проекта (спонсоры), инвестиционные и коммерческие банки, инвестиционные компании и фонды, лизинговые и страховые компании, прочие участники;

- по технологии финансового обеспечения проекта – финансирование участников, распределение рисков между ними и др.;

- по управлению и организации процесса – создание спонсорами проекта специального нового предприятия, призванного самостоятельно привлекать фонды к проекту и генерировать денежные потоки.

Таким образом, можно утверждать, что понятие «проектное финансирование» шире понятия «проектное кредитование» прежде всего за счет состава участников инвестиционного процесса и разнообразия привлекаемых для реализации проекта финансовых ресурсов.

Проектное финансирование как механизм финансирования инвестиционных проектов имеет приоритетное значение в таких отраслях национального хозяйства, как горнодобывающая промышленность, электроэнергетика, развитие производственной инфраструктуры (строительство мостов, туннелей, плотин, автострад). В настоящее время в осуществлении проектного финансирования (особенно в развивающихся странах) активное участие принимают международные финансово-кредитные институты (МБРР, ЕБРР, МВФ и др.). Именно их деятельность позволяет сформулировать основополагающие принципы проектного финансирования:

- целевой характер (например, сооружение электростанций в развивающихся странах);

- долгосрочный характер вложений капитала (10–20 лет);

- использование инструментов минимизации кредитного риска (диверсификация риска вложений капитала путем привлечения частных инвесторов, крупных банков; предоставление им государственных гарантий; детальное изучение финансово-экономического положения заемщика и т. д.);

- построение адекватной привлекаемым источникам финансирования (внутренним или внешним) организационно-финансовой модели реализации проекта;

- включение высокой премии за финансовый риск в стоимость кредитов и займов (5–7% годовых).

Организационно-правовыми признаками типового проектного финансирования в мировой практике являются:

- наличие самостоятельной в правовом и экономическом смысле проектной компании в качестве носителя проекта со всеми доходами – источником возврата инвестиционных ресурсов;
- обеспеченность собственным капиталом проектного общества за счет акционеров, инвесторов и спонсоров в соответствии с нормативами;
- наличие у соискателя инвестиций (инициатора проекта) преимущественных прав выкупа акций инвестора после возврата ему объема инвестиций и процентов на капитал;
- ограничение ответственности или освобождение от ответственности частных инвесторов после запуска проекта в эксплуатацию.

Таким образом, проектное финансирование представляет собой особую область финансовой деятельности, связанную с привлечением финансовых ресурсов для реализации проектов, имеющих социально-экономическую значимость. Проектное финансирование предполагает обеспечение финансовыми ресурсами непосредственно проекта, а не компании, выступившей его инициатором. Источником дохода становится денежный поток, генерируемый исключительно данным проектом, а обеспечением финансирования в общем случае являются только те активы, которые были приобретены для его реализации. Проектное финансирование – не новый источник ресурсов, а механизм, который позволяет лучше приспособить финансирование к специфичным требованиям каждого проекта.

Структура проектного финансирования может отличаться в зависимости от специфики финансирования проекта, особенностей назначения проекта, а также от вида договора (контракта), являющегося основой для финансирования. Но существуют общие черты, лежащие в основе механизма проектного финансирования:

- проектное финансирование используется для финансирования относительно «обособленного» проекта (с юридической и экономической сторон) через юридическое лицо, реализующее этот проект (проектную компанию);
- как правило, проектное финансирование применяется для нового проекта, а не для уже созданного бизнеса;
- доля привлеченного капитала в общем объеме финансирования проекта составляет 70–80% (большой «финансовый рычаг»);
- для заемного капитала проектного финансирования инвесторы не предоставляют обеспечение или гарантии либо обеспечение или гарантии не полностью покрывают финансовые риски по проекту;
- основными гарантиями для кредиторов являются контракты компании, лицензии и исключительные права использования и раз-

работки ценных активов или технологии и производство конкурентоспособной продукции;

- кредиторы при выплате процентов и тела долга рассчитывают в основном на поступление денежных средств от реализации проекта, а не на стоимость активов и финансовые показатели компании;
- проект имеет ограниченный срок жизни – срок действия контракта или лицензии на виды работ или разработку активов, срок ввода в эксплуатацию объектов или сооружений, начало серийного выпуска продукции.

В ряде случаев именно проектное финансирование делает возможным осуществление инвестиционного проекта. Например, хотя инвесторы предпочитают финансировать компанию, а не конкретный проект, в реальных условиях может оказаться, что компании, выступающие инициаторами проекта, ввиду внутренних или внешних ограничений не способны привлечь финансирование «под себя». Так, инвестиционный проект может быть настолько крупным, что неудача в его реализации может повлечь банкротство компании. Внешним ограничением может стать недостаточно высокий кредитный рейтинг организации, влияющий на стоимость капитала и снижающий экономическую эффективность проекта. Другой пример: в реализации проекта могут быть активно заинтересованы несколько сторон. Так, возможна ситуация, когда крупная нефтяная компания, обладающая лицензией на разработку крупного месторождения в удаленном регионе, рассматривает проект по его разработке и строительству нефтепровода как доходный, но слишком рискованный, и поэтому реализация проекта одной этой компанией маловероятна. Однако у данного проекта могут быть и другие заинтересованные стороны:

- власти региона, которые заинтересованы в строительстве нефтепровода, создании новых рабочих мест, увеличении налоговых поступлений в бюджет;
- компании соседних стран, импортирующие нефть и нефтепродукты и стремящиеся расширить источники поставок и проч.

Таким образом, создаются предпосылки для реализации крупного проекта, который отдельная сторона самостоятельно не может реализовать. Как правило, проектное финансирование выступает механизмом, позволяющим реализовать крупные проекты, объединив разнообразные ресурсы с учетом интересов всех вовлеченных сторон.

Отличительной чертой проектного финансирования является возможность привлечения к реализации проекта широкого круга участников, которые, как правило, связаны между собой сложными многосторонними договорными отношениями. Экономическая цель участников состоит в том, чтобы реализовать проект в заданные сроки в пределах согласованного бюджета и получить доход.

В российском нефтегазовом комплексе основными участниками проектного финансирования являются:

- государство (собственник недр);
- проектная компания (оператор проекта);
- учредители проектной компании (спонсоры проекта);
- кредиторы (банки);
- инвесторы (специализированные финансовые институты и фонды);
- поставщики товаров и услуг;
- подрядчики;
- покупатели продукции;
- страховые и перестраховочные компании;
- советники и консультанты (финансовый, юридический и др.).

В крупных инвестиционных проектах, реализуемых в энергетическом комплексе, роль государства двойственна. С одной стороны, оно выдает разрешительные документы, может участвовать в качестве акционера, спонсора проекта, предоставлять гарантии. С другой стороны, важны интересы государства как собственника природных ресурсов. Его принципиальное решение о готовности предоставить природные ресурсы во временное пользование специализированной компании является стартовым для подготовки, финансирования и реализации крупных инфраструктурных инвестиционных проектов в энергетическом комплексе.

Участники проекта связаны между собой системой двусторонних (иногда многосторонних) договорных отношений, предусматривающих определенные права и обязанности сторон, санкции в случае невыполнения договорных обязательств, механизмы разрешения споров и т.п. Система договоров, объединяющая стороны в многочисленную совокупность участников проектного финансирования, является тем более эффективной, чем более развита экономико-правовая среда в стране осуществления проекта. Невыполнение данного правила и нарушение контрактных обязательств одного из участников может привести к существенному ущербу для остальных участников проекта, а в итоге и к невозможности эффективной реализации проекта в целом. Именно поэтому одним из ключевых условий реализации крупных инвестиционных проектов в энергетике и эффективности механизма проектного финансирования является действенность гражданского и контрактного права, развитость институтов гражданско-правовых отношений, защищающих интересы всех сторон проектного финансирования.

Проблемы с реализацией крупных инвестиционных проектов обуславливают необходимость применения сложных финансовых инструментов и схем, позволяющих аккумулировать ресурсы из разных источников и разделять риски. В отличие от корпоративного финансирования, где заемщиком является действующая компания, а

обеспечением кредита – ее финансовые потоки, базирующиеся на репутации и финансовых результатах прошлых периодов, при проектном финансировании репутация и финансовые результаты действующей компании (спонсора проекта) имеют существенно меньшее значение, чем обоснование устойчивой экономики самого предлагаемого проекта. Таким образом, поскольку это обоснование носит вероятностный характер, на первый план выходят риски осуществления проекта, причем риски для всех его участников.

Возможность привлечения финансирования в проект зависит от того, насколько его управляющим удастся убедить инвесторов в том, что риски проекта максимально снижены. Также важно повысить прозрачность управления проектом до приемлемого для инвестора уровня.

Общие принципы управления проектными рисками сводятся к следующему: анализ рисков как часть проектного анализа следует проводить на прединвестиционной стадии; каждый риск должен быть принят стороной, которая способна лучше всех им управлять и контролировать его. Так, управление политическим риском целесообразно возложить на государственные органы, вовлекая их в проект, например, в качестве спонсора. Технологические риски можно передать поставщикам оборудования, а рыночные – покупателям или связанным с ними сторонам путем заключения специализированных контрактов. Проектная компания должна стремиться максимально передать риски на участников проекта и тем самым снизить свои риски.

Механизм проектного финансирования всегда предполагает создание целой системы гарантий, защищающих как интересы сторон, предоставляющих кредиты, так и учредителей проектной компании. Общей целью создания такой системы является распределение всех рисков, связанных с реализацией проекта, между сторонами таким образом, чтобы каждая из сторон несла на себе только те риски, эффективными инструментами управления которыми она располагает. Использование функциональных гарантий участников проекта позволяет обеспечить стабильность будущего денежного потока. Примером таких гарантий может быть заключение меморандумов о взаимопонимании, предоставление партнерами «комфортных писем». С покупателями заключаются договора, «привязывающие» их к проектной компании. Возможно также получение гарантий от спонсоров проекта или государства – о создании на определенный срок специальных условий, способствующих реализации проекта.

В целом представляется, что по сравнению с другими видами финансирования крупных инвестиционных проектов в сфере энергетики проектное финансирование имеет следующие преимущества:

- привлечение значительного дополнительного объема ресурсов для финансирования капиталоемких инвестиционных проектов;
- реализация проектов стадии «start up»;

- привлечение финансирования для реализации проекта в новой компании;
- снижение проектных рисков путем их распределения на кредиторов, контрагентов (подрядчиков, покупателей продукции и т.д.) и прочих участников;
- возможность сохранения контроля над стратегическими активами при минимизации вложений собственных средств;
- более жесткий контроль инвесторов за результатами по сравнению с традиционным финансовым контролем государства за использованием средств;
- отсутствие жестких требований к финансовому состоянию компании-заемщика (проект осуществляет новая компания);
- минимизация страховых рисков за счет создания общества в стране происхождения капитала, а управляющей компании (как 100%-й дочке проектного общества) – в стране реализации проекта;
- возможность отсрочки возврата основного долга до вывода производства на проектную мощность;
- снижение нагрузки на балансы компаний-участников;
- прозрачность проекта: так как проект выведен в отдельную структуру, его активы и пассивы четко идентифицированы, легче установить и контролировать его затраты и доходы;
- эффект финансового рычага, увеличивающий доходность для инвестора и включающий «налоговый щит»;
- наличие у международных агентств программ по проектному финансированию с более привлекательными условиями, чем корпоративные кредиты.

Тем не менее, несмотря на существенные преимущества проектного финансирования как вида финансирования крупных инвестиционных проектов в сфере энергетики, для него характерен ряд недостатков:

- получение выгод и погашение долгов зависит от будущих денежных потоков проекта;
- высокие затраты на подготовку проектной документации, скрупулезное проведение экономической, финансовой, технической, экологической, маркетинговой и других экспертиз;
- жесткий контроль спонсора-инвестора за реализацией инвестиционного проекта;
- обязательное привлечение внешних экспертов и консультантов;
- риск потери независимости заемщика.

Целый ряд рисков, присущих проектному финансированию во всех отраслях (колебания цен на продукцию, изменения политической ситуации и экологических стандартов и др.), в энергетике усугубляется долгосрочным характером проектов и их высокой стоимостью: так, период окупаемости инвестиций, например, в проектах

строительства крупной электростанции или нефтепровода может составлять 15–25 лет.

Несмотря на имеющиеся недостатки и целый ряд рисков, различные формы проектного финансирования были использованы для реализации крупных инвестиционных проектов в ряде развитых и развивающихся стран. Его применение нарастало на протяжении последних четырех десятилетий в сфере добычи полезных ископаемых, электроэнергетики, транспортной системы и других важнейших отраслей.

Одним из классических примеров проектного финансирования является проект Евротоннеля, соединившего Великобританию с Европейским континентом. Особенностью данного проекта явилось то, что он был профинансирован частным сектором без участия государственных органов. Общий объем инвестиций составил 7 млрд фунтов стерлингов. Кредиты были предоставлены банковским синдикатом из 198 банков из 15 государств.

Тем не менее следует отметить, что проектное финансирование наиболее распространено в странах со слабым корпоративным правом и законодательством о банкротстве. Оно, по сути, является реакцией частного сектора на несовершенство и неэффективность правовой системы защиты инвесторов. При реализации масштабных проектов проектное финансирование способно заменить законодательную систему защиты инвесторов путем создания собственной договорной и организационной структуры, что делает денежные потоки проверяемыми, тем самым увеличивая возможность привлечения финансовых ресурсов в необходимых количествах.

Последнее десятилетие ознаменовалось появлением новых мировых тенденций в развитии проектного финансирования.

Во-первых, на международных рынках капитала все более значительной становится доля инвестиций, размещаемых на развивающихся рынках. Крупными объектами иностранных инвестиций в последнее время стали некоторые страны Латинской Америки и Азии: Бразилия, Мексика, Аргентина, Китай и ряд других. Вместе с тем некоторые развивающиеся страны выступают и в роли экспортеров капитала. В первую очередь это ОАЭ, Сингапур, Южная Корея, Китай и др. И хотя масштабы их деятельности пока несопоставимы с аналогичными показателями промышленно развитых стран, появление новых источников капитала оказывает влияние на мировые рынки инвестиций.

Во-вторых, становится более жесткой конкуренция как за привлечение, так и за размещение финансовых ресурсов, являющихся источником проектного финансирования.

В-третьих, изменения в экономической политике правительств развивающихся стран направлены во многом на создание благоприятных условий для иностранных инвесторов.

В-четвертых, изменился подход инвесторов к факторам инвестиционной привлекательности развивающихся стран. Традиционно таковыми считались емкий внутренний рынок, наличие природных и производственных ресурсов, дешевой рабочей силы, выход на рынки третьих стран. В настоящее же время более важной становится не столько дешевизна рабочей силы, сколько ее квалификация, отношение к труду и прочие качественные параметры.

В условиях недостаточной развитости финансовых рынков и высокого уровня рисков, препятствующих привлечению капитала, проектное финансирование является одним из доступных способов мобилизации капитала. Показательно, что за счет своих особенностей проектное финансирование увеличило свои объемы в период финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг., тогда как использование всех других форм внешнего финансирования резко сократилось. Общий объем проектного финансирования достиг мирового максимума в 320,9 млрд долл. в 2008 г. и сократился лишь на 9% до второго рекордного годового значения в 292,5 млрд долл. в течение 2009 г.⁹ Очевидно, что проектное финансирование завоевывает свою нишу на глобальном финансовом рынке.

В российской экономике методы проектного финансирования находят пока ограниченное применение, так как сама идея и концепция проектного финансирования является новой для нашей экономики. Тем не менее можно выделить ряд крупных проектов в энергетической инфраструктуре России, которые реализуются по схеме проектного финансирования: «Голубой поток» – проект по поставке газа в Турцию; «Сахалин-2» – проект по добыче нефти и газа с северо-восточного шельфа острова; реабилитация Самотлорского месторождения и реконструкция Рязанского НПЗ; ОАО «Тюменская нефтяная компания»; «СеверТЭК» по добыче нефти в Республике Коми (спонсоры – компания ЛУКОЙЛ и финский энергетический концерн Fortum); инфраструктурный проект Белкомур.

На рубеже XX–XXI вв. одним из самых значимых стал проект, известный под названием «Голубой поток». Он был признан проектом 2000 г. авторитетным в этой сфере журналом «The Project Finance Magazine». Осуществление проекта началось с заключения в декабре 1997 г. межправительственного соглашения о поставках российского газа в Турцию. На основании этого соглашения ООО «Газэкспорт», являющееся дочерним предприятием ОАО «Газпром», и турецкая государственная энергетическая компания Botas подписали долгосрочный контракт на поставку газа в Турцию. Общая стоимость газа, планируемого к поставке в течение более чем 20-летнего срока действия контракта, оценочно составляла 25 млрд долл., объем поставки

⁹ Dealogic Global Project Finance Review – Full Year 2009 // Project Finance Magazine. 2010. March. P. 99–102.

газа должен был составить до 30 млрд куб. метров сырья в год. Чтобы лучше понять объемы, следует отметить, что годовая добыча газа ОАО «Газпром» за 2002 г. составила 530 млрд куб. метров газа, экспорт за тот же период составил 130 млрд куб. метров газа. Отдельного внимания заслуживают уникальные технологические особенности реализации проекта. Газопровод, специально построенный в рамках этого проекта, состоит из трех участков: два из них проходят по суше, по территории России и по территории Турции, третий – по дну Черного моря на глубине более двух километров и без использования промежуточных компрессорных станций. Таким образом, проектное финансирование сделало возможным реализацию инновационного проекта.

Организация проектного финансирования по данному проекту имела следующий вид. Для строительства морского участка газопровода ОАО «Газпром» и компания SNAM учредили совместную проектную компанию Blue Stream Pipeline Company B.V., которая выступила в качестве владельца, заказчика, оператора и заемщика в отношении морского участка газопровода. Распределение долей участия составило 50% на 50%. Компания зарегистрирована в Нидерландах, законодательство этой страны до определенной степени позволяет минимизировать налогообложение. Финансирование Blue Stream Pipeline Company B.V. на 20% осуществлялось за счет взносов акционеров компании в ее уставный капитал и на 80% – за счет заемного финансирования. При этом каждый из акционеров отвечал за привлечение половины заемного финансирования в соответствии с пропорцией владения данной компанией.

Непосредственно финансирование проекта «Голубой поток» осуществлялось следующим образом. ОАО «Газпром» и Blue Stream Pipeline Company B.V. привлекли 1,1 млрд долл. под гарантии агентств экспортного кредитования ряда стран во главе с итальянским экспортно-страховым агентством SACE. Причем SACE в соответствии со своей внутренней политикой предоставило гарантии только на 95% всего кредита. Остальные 5% составил тот риск, который банки-кредиторы приняли непосредственно на себя. Компания SNAM выступила гарантом по ссудам на общую сумму 866 млн долл. И в том и в другом случае финансирование было предоставлено консорциумом, в который входят более 30 банков во главе с банками West LB, Banca Commerciale Italiana и Mediocredito.

Наконец, ОАО «Газпром» и Blue Stream Pipeline Company B.V. привлекли 626 млн долл. от японского банка Fuji Bank, гарантом которого выступили Министерство торговли и промышленности Японии, а также Японский банк международного сотрудничества. Привлечение финансовых институтов Японии было обусловлено использованием труб японского производства при прокладывании морского участка газопровода. Большая часть привлеченных средств была направле-

на на финансирование именно этого участка, однако часть средств использовалась на финансирование газопровода, пролегающего по российской территории.

ОАО «Газпром» является владельцем, заказчиком, оператором, а также заемщиком в отношении российского участка газопровода. Генеральным страховщиком строительно-монтажных, транспортных, энергетических и других техногенных рисков на российском участке газопровода является ОАО «Страховое общество «СОГАЗ»», которое в свою очередь перестраховывало эти риски в крупнейших мировых перестраховочных компаниях.

Таким образом, проект «Голубой поток» являлся уникальным по своей сложности и набору инновационных технических и финансовых решений, реализованных в сложной рыночной ситуации. Проект был разработан вскоре после российского финансового кризиса 1998 г. в условиях, когда международные финансовые рынки были практически закрыты для российских заемщиков. Тем не менее для реализации проекта было привлечено около 3 млрд долл. США долгового и акционерного финансирования. Финансовая структура проекта содержит все классические элементы технологии «проектного финансирования», творчески переработанные и адаптированные с учетом специфики экономической ситуации в России. Специалисты обычно отмечают следующие ключевые и инновационные элементы финансовой структуры проекта¹⁰:

- 100% покрытия затрат путем привлечения долгового и акционерного финансирования из разных источников;
- применение специального транспортного тарифа, покрывающего потребности проекта в денежных средствах; минимизация рыночного риска; доходность инвестиций на заранее согласованном уровне; экономические показатели инвесторов регулируются ценой газа на входе в газопровод, определяемой как цена по контракту с покупателем минус транспортный тариф;
- применение финансового свопа — использование несвязанных средств для покрытия части затрат ОАО «Газпром» на обслуживание долгового финансирования в обмен на увеличение доли кредитов под гарантии Газпрома;
- использование общего обеспечения для различных групп кредиторов — разрешение потенциальных противоречий между ними;
- стабильный преференциальный налогово-правовой режим проекта через поддержку на государственном уровне, включая российско-турецкое Межправительственное соглашение и Налоговый протокол, налоговое освобождение в Нидерландах, Комфортное письмо Правительства РФ, лицензия ЦБ РФ и др.;

¹⁰ <http://www.projectfinance.ru/experience/primeri-proektov/goluboy-potok-proektnoe-finansirovanie/>

- минимизация рисков конвертации/обязательной продажи российского рубля с помощью использования структуры особых счетов; получение Разъяснения Правового департамента Администрации Президента РФ по вопросу конвертации.

Следует также отметить, что для ОАО «Газпром» этот проект стал не первым, реализованным на основе проектного финансирования. Несколько лет ранее совместно с немецкой компанией Wintershall AG, являющейся дочерней компанией немецкого концерна BASF, был реализован проект MIDAL-STEGAL – система газопроводов на территории Европы. Общий объем финансирования составил 4,4 млрд нем. марок. Опыт, приобретенный в ходе этих проектов, помог в организации финансирования и других крупномасштабных проектов на российском рынке.

Классическим примером проектного финансирования является и более поздний проект – «Сахалин-2», реализуемый ОАО «Газпром» совместно с компаниями «Шелл», «Мицуи» и «Мицубиси». На принципах проектного финансирования в июне 2008 г. было привлечено 5,3 млрд долл., в 2009 г. общая сумма кредитов была увеличена до 6,7 млрд долл. Полученные средства были направлены на финансирование заключительной стадии строительства, испытаний и ввода в эксплуатацию инфраструктуры проекта «Сахалин-2». Важной особенностью проекта «Сахалин-2» является то, что он реализуется также через механизм СРП (соглашение о разделе продукции), в соответствии с которым инвесторам предоставляются на возмездной основе и на определенный срок исключительные права на поиск, разведку, добычу минерального сырья и на ведение связанных с этим работ, а инвестор осуществляет проведение указанных работ за свой счет и на свой риск. При этом соглашение определяет условия и порядок раздела произведенной продукции между государством и инвестором, а также специальный льготный режим налогообложения.

В марте 2010 г. состоялось подписание документации для проекта «Северный поток», который также реализуется ОАО «Газпром» по принципу проектного финансирования. Его партнерами являются немецкие компании «Винтерсхалл», «Э.Он» и голландская «Газюни». Привлеченное внешнее финансирование в размере 3,9 млрд евро позволило начать строительные работы в апреле 2010 г., первые поставки газа предполагаются в 2011 г.

Примечательно, что два последних проекта реализуются с использованием проектных компаний, зарегистрированных за пределами Российской Федерации: по проекту «Сахалин-2» это компания «Сахалин Энерджи Инвестмент Лтд.», зарегистрированная на Бермудских островах, а по проекту «Северный поток» – «Норд Стрим АГ», зарегистрированная в Швейцарии. Оба этих проекта получили признание

на международных финансовых рынках, а «Северный поток» даже получил титул лучшей сделки года в газовой отрасли.

Все рассматриваемые проекты не могли быть реализованы иначе как через механизм проектного финансирования. Ни ОАО «Газпром», ни другие компании самостоятельно не смогли бы привлечь необходимые финансовые ресурсы. Технологическая сложность проектов также предполагала значительные техногенные риски, которые ни одна из сторон была не в состоянии принять на себя по отдельности. Наконец, учитывая масштабность проектов, можно утверждать, что при отсутствии долгосрочных обязательств на поставку газа, с одной стороны, и таких же долгосрочных обязательств на покупку газа — с другой, проект обладал и высокими экономическими рисками. Только механизм проектного финансирования позволил устранить эти и многие другие препятствия на пути реализации рассмотренных проектов.

Сейчас ОАО «Газпром» совместно с международными компаниями «Винтерсхалл» и «Э.Он» планирует выйти на финансовый рынок для привлечения капитала по другому совместному проекту — Южно-Русское месторождение. Этот проект может стать прецедентным для российского проектного финансирования: он реализуется на территории России, в рамках российской правовой системы, основные договоры по нему регулируются российским правом.

В целом примеров использования проектного финансирования очень немного, однако в последнее время крупнейшие российские компании либо непосредственно объявили о планах использования этого механизма, либо инициировали проекты, которые в мировой практике традиционно реализуются на основе проектного финансирования. В связи с этим представляется важным отметить проблемы, затрудняющие использование проектного финансирования.

В первую очередь к ним относятся существенные недостатки российского законодательства, которые снижают инвестиционную привлекательность отечественных проектов, ведут к появлению ряда проблем и не позволяют использовать преимущества проектного финансирования российскими компаниями. В частности, существенные юридические и финансовые риски для иностранных инвесторов и кредиторов приводят:

- к отказу от участия в российских проектах или повышению стоимости предоставляемого капитала;
- к вынужденному предоставлению спонсорам и кредиторам дополнительных гарантий, часто диспропорциональных;
- к более высокой кредитной нагрузке на баланс российских предприятий;
- к увеличению издержек и времени на подготовку, структурирование и анализ сделок;

- к частичному выводу российских проектов из российской юрисдикции, созданию проектных компаний в зарубежных юрисдикциях;
- к использованию зарубежного права для разработки и реализации проектов по требованию иностранных кредиторов.

Наличие этих и других недостатков привело к тому, что в настоящее время Минэкономразвития совместно с юридическим консультантом «Линия Права» разработали законопроект «О внесении изменений в Гражданский кодекс Российской Федерации и другие законодательные акты Российской Федерации (в части развития проектного финансирования)». Основной идеей и целью законопроекта является создание условий для проектного финансирования, его эффективного правового регулирования для привлечения частного капитала в долгосрочные проекты по развитию транспортной, энергетической, жилищно-коммунальной и социальной инфраструктур. Однако пока обсуждение проекта далеко от завершения, многие его положения носят дискуссионный характер и не принимаются ни юристами, ни экономистами.

Таким образом, проектное финансирование в России можно рассматривать как высококачественный финансовый механизм, применение которого обеспечивает дополнительные возможности привлечения инвестиций и в конечном счете выступает фактором экономического роста. Проектное финансирование может способствовать реализации задач, сформулированных в Концепции развития энергетики до 2030 г., за счет обеспечения доступа к долгосрочным источникам капитала на международных рынках, повышения конкурентоспособности российского ТЭК.

Список литературы

Энергетическая стратегия России на период до 2030 г. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 13 ноября 2009 г. № 1715-р.

Конопляник А. Проектное финансирование в нефтегазовой промышленности: мировой опыт и начало применения в России // Нефть, газ и право. 2000. № 1.

Финансы России. Официальное издание // Федеральная служба государственной статистики. М., 2010.

Шенаев В.Н., Ирнязов Б.С. Проектное кредитование. Зарубежный опыт и возможности его использования в России. М., 1996.

Dealogic Global Project Finance Review – Full Year 2009 // Project Finance Magazine. 2010. March.

Nevitt P.K. Project Financing. 5th ed. / Publ. by Euromoney. L., 1989.
<http://www.cbr.ru>