

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	6
Раздел I. Сущность проектного и инвестиционного финансирования	9
§ 1.1. Особенности, различия и сходства проектного и инвестиционного финансирования	11
§ 1.2. Зарубежная практика проектного и инвестиционного финансирования	16
§ 1.3. История проектного и инвестиционного финансирования	29
§ 1.4. Текущая потребность в проектном и инвестиционном финансировании в России, основные тенденции, вызовы и проблемы	46
Раздел II. Риски инвестиционных проектов	73
§ 2.1. Классификация рисков инвестиционных проектов	75
§ 2.2. Маркетинговые риски	78
Стратегические риски	82
Отраслевые риски	92
Рыночные риски	95
§ 2.3. Технологические риски	107
§ 2.4. Финансовые риски	122
Чистые финансовые риски	123
Риски, связанные с текущей деятельностью инициаторов проекта (заемщика) и его финансовым состоянием	126
Риски структуры и своевременности финансирования	131
Финансовые риски, связанные с контрагентами инвестиционного проекта	134
§ 2.5. Риски, связанные с инициаторами проекта	141
Риски, связанные с деловой репутацией инициаторов проекта	142
Риски, связанные с опытом и квалификацией инициаторов проекта	143
Риски, связанные со структурой собственности, отношениями акционеров, владельцев	144
Риски, связанные с недобросовестными действиями заемщика	149

§ 2.6. Риски реализации проекта (проектные риски)	153
Превышение сметной стоимости инвестиционного проекта	154
Несвоевременное завершение строительства и ввода в эксплуатацию промышленных объектов.	158
Риски, связанные с выполнением договорных обязательств поставщиками оборудования, техники, прочих обязательств (контрактные риски).	159
§ 2.7. Риск материально-технического обеспечения проекта	175
Инфраструктурные риски	175
Сырьевые риски	183
Риски технического обеспечения проекта	195
§ 2.8. Риски, связанные с государственным регулированием и поддержкой	198
Раздел III. Методы оценки рисков инвестиционных проектов	203
§ 3.1. Финансовый анализ	205
Анализ ликвидности и платежеспособности заемщика.	205
Анализ финансовой устойчивости заемщика	232
Анализ деловой активности и рентабельности заемщика.	239
Оценка долгосрочных финансовых потребностей заемщика.	250
Практические рекомендации по консолидации балансовой отчетности заемщика (группы компаний)	264
§ 3.2. Финансовое моделирование	282
Экономические и организационные принципы финансового моделирования.	283
Технические принципы финансового моделирования	284
Практические рекомендации по структуризации финансовых моделей	285
§ 3.3. Сценарный анализ инвестиционных проектов	300
Методология сценарного анализа	300
Принципы сценарного анализа	304
Практические рекомендации по проведению сценарного анализа при построении гипотетических сценариев	309
Анализ чувствительности инвестиционного проекта	317

Примеры проведения сценарного анализа	321
Пример применения сценарного анализа для управления кредитным портфелем банка	331
§ 3.4. Рекомендации по использованию матрицы рисков для оценки рисков инвестиционных проектов.	342
Раздел IV. Методы минимизации рисков инвестиционных проектов	359
§ 4.1. Меры по минимизации выявленных рисков	361
Меры по минимизации маркетинговых рисков	361
Меры по минимизации технологических рисков	366
Меры по минимизации финансовых рисков	369
Меры по минимизации рисков инициаторов проекта	372
Меры по минимизации рисков реализации проекта (проектных рисков)	374
Меры по минимизации рисков материально-технического обеспечения проекта	377
Меры по минимизации залоговых рисков	381
§ 4.2. Правила и рекомендации применения ковенантов	391
§ 4.3. Применение системы стоп-факторов	401
§ 4.4. Рекомендуемые требования, предъявляемые к добровольным видам страхования	402
§ 4.5. Рекомендации по классификации ссуд (инвестиционных проектов) по категориям качества и особенности формирования провизий	405
§ 4.6. Рекомендации по расчету лимитов риска	410
§ 4.7. Рекомендации и примеры построения системы внутренних рейтингов инвестиционных проектов	418
Несколько слов об авторе	427

Введение

Создание современной инфраструктуры, модернизация промышленности, формирование конкурентной среды, наработка научного и технологического задела, подготовка квалифицированных кадров, повышение уровня промышленного передела, размера создаваемой добавочной стоимости, наукоемкости и технологичности в выпускаемой продукции — вот далеко не полный перечень задач, стоящих перед современной Россией.

Если мы хотим видеть нашу страну в числе мировых лидеров, нам нужна твердая экономическая основа, одним из главных столпов которой является современная конкурентоспособная промышленность. Люди старше 35 лет еще помнят, что когда-то мы жили в стране, в которой умели создавать с нуля целые отрасли, научные школы, умели строить города, транспортные магистрали, осуществлять прорывы в науке и технике.

К великому сожалению, в эпоху развала нашей Родины на протяжении 15–20 лет формировалось мнение, что промышленность стране не нужна и можно обойтись одной торговлей и экспортом ресурсов. Утрачивались школы промышленного проектирования, тысячи квалифицированных инженеров, технологов и ученых стали «челноками».

Начиная с 2000 г. и по сегодняшний день, российская экономика пережила подъем, кризис 2008 г., посткризисный этап 2009–2014 гг., период санкций. Схожие тенденции можно было наблюдать и с портфелями кредитов, выданных на принципах проектного и инвестиционного финансирования.

Человек ничему не учится у истории. Многие невернувшиеся кредиты были выданы уже после кризиса 2008 г. Последствия таких ошибок и по сей день оказывают огромное воздействие на банковскую деятельность в частности и на всю экономику страны в целом.

Сегодня в России практически с нуля восстанавливаются утерянные навыки, существуют сотни примеров запуска крупных промышленных и инфраструктурных проектов. Да, случаются и ошибки, и дефолты, есть некомпетентность и коррупция, но в целом движение вперед очевидно.

В наши дни существует колоссальный внутренний спрос на инвестиции в инфраструктуру, науку, промышленность. При этом в условиях ограниченности финансовых ресурсов очень важно осуществлять такие инвестиции системно, эффективно. В ситуации замедления экономического роста, усиления тенденций протекционизма на международных рынках, перепроизводства как никогда необходимы новые прорывные инвестиционные проекты в передовых отраслях, которые, в свою очередь, повысят конкурентоспособность

российской экономики, ее инновационность, создадут новые точки роста. Без наличия эффективно работающих институтов по финансированию таких долгосрочных, сложных, комплексных проектов решать подобные задачи будет затруднительно.

Именно этой теме посвящена данная монография. Каждый день сотрудники банков, компаний, государственных учреждений, ответственные за реализацию крупных инвестиционных проектов, сталкиваются с необходимостью решения комплекса аналитических и управленческих задач. Для этого необходим опыт. Каждый параграф этой книги посвящен объяснению, с какой стороны нужно подходить к решению той или иной задачи, проблемы, которые возникают в процессе реализации инвестиционных проектов, на практических примерах, на основе реального опыта. Автор делает акцент на системный подход к анализу рисков проектного и инвестиционного финансирования, описывает основные центры генерации рисков инвестиционных проектов, систематизирует пути минимизации рисков, приводит типичные проблемы, с которыми сталкиваются при реализации проектов банки и компании, и пути их решения.

Раздел I

Сущность проектного и инвестиционного
финансирования

§ 1.1. Особенности, различия и сходства проектного и инвестиционного финансирования

Для того чтобы понять, в чем различия и сходства проектного и инвестиционного финансирования, целесообразно разобраться в особенностях каждого из них.

Под проектным финансированием понимается участие банка в инвестиционном проекте в форме предоставления кредитов или в других формах, при реализации которого возврат вложенных средств и получение доходов осуществляются на этапе эксплуатации проекта, преимущественно из потока денежных средств, генерируемого самим проектом. Под инвестиционным финансированием понимается предоставление кредита (кредитных линий), при котором источником погашения обязательств является вся хозяйственная и финансовая деятельность заемщика (не только проект, который выступает объектом финансирования), включая доходы, генерируемые инвестиционным проектом. Из обоих определений видно, что объектом проектного и инвестиционного финансирования выступает инвестиционный проект.

Проектное финансирование (для банка) — форма финансирования инвестиционного проекта в виде предоставления долгосрочного кредита специально созданной компании, когда единственным или основным источником погашения основного долга по кредиту являются денежные потоки, которые будут сгенерированы:

- самим проектом в будущем;
- после успешного завершения инвестиционной фазы проекта;
- после успешного выхода на рынок.

При этом, как правило, единственным обеспечением по кредиту будет являться имущество, приобретенное (созданное) в рамках данного проекта¹.

Проектное финансирование — это финансирование инвестиционных проектов, при котором источником обслуживания долговых обязательств являются денежные потоки, генерируемые проектом. Специфика этого вида инвестирования состоит в том, что оценка затрат и доходов осуществляется с учетом распределения риска между участниками проекта.

Проектное финансирование — это метод привлечения долгосрочного заемного финансирования для крупных проектов посредством финансового инжиниринга, основанный на займе под денежные потоки, создаваемые только самим проектом, и является сложным организационным и финансовым мероприятием по финансированию и контролю исполнения проекта его участниками².

¹ *Беликов Т.* Минные поля проектного финансирования: пособие по выживанию для кредитных работников и инвесторов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 16.

² *Йескомб Э. Р.* Принципы проектного финансирования / Пер. с англ. И. В. Васильевской; под общ. ред. Д. А. Рябых. — М.: Вершина, 2008. — С. 14.

Под инвестиционным проектом понимается обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления инвестиций, в том числе необходимая проектная документация и описание практических действий по осуществлению инвестиций. Инвестиционный проект — это комплексный план мероприятий, включающий проектирование, строительство, приобретение технологий и оборудования, запуск производства и выход на плановую производственную мощность, а также подготовку кадров, то есть выполнение действий, направленных на создание нового или модернизацию действующего производства товаров (работ, услуг) с целью получения экономической выгоды, которая требует обоснования целесообразности. В общем случае термин «инвестиционный проект» следует понимать в двух смыслах:

1) как комплект документов, содержащих формулирование идеи и цели предстоящей деятельности и определение комплекса действий, направленных на ее достижение;

2) как сам комплекс действий (работ, услуг, приобретений, управленческих операций и решений, подготовки необходимых документов), направленных на достижение сформулированной цели.

То есть термин может обозначать как документацию, так и деятельность.

На практике же принято второе определение; комплект документов по проекту — это скорее один из этапов реализации инвестиционного проекта. В случае успешного завершения проекта в банке остается примерно 10 кг документов, если проект перешел в разряд проблемных — это уже десятки, иногда сотни килограммов.

Для более наглядной демонстрации сходства и отличий проектного и инвестиционного финансирования рассмотрим таблицу 1.1.

С точки зрения финансирующего банка, инвестиционный проект имеет определенные фазы жизни или реализации. К таким фазам принято относить: подготовительную, инвестиционную, выход на заявленную мощность, операционную; каждую из них при успешной реализации инвестиционный проект проходит последовательно (рис. 1.1).

На подготовительной фазе происходит технико-экономическое обоснование проекта, определение каналов финансирования, размера и формы собственного вклада, структуры финансирования и обеспечения. Выбираются поставщики оборудования, сырья, электроэнергии, коммунальных услуг, основные подрядчики и каналы сбыта, проводятся предварительные мероприятия по привлечению трудовых ресурсов, решаются организационно-правовые вопросы в части оформления юридического лица заемщика, оформление необходимых технических условий, лицензий и разрешений. Завершение подготовительной стадии знаменует начало финансирования инвестиционного проекта банками.

Таблица 1.1. Сходства и отличия проектного и инвестиционного финансирования

Характеристики видов финансирования	Проектное финансирование	Инвестиционное финансирование
Определения	Участие Банка в инвестиционном проекте в форме предоставления кредитов (выдачи гарантий, организации лизингового финансирования), при реализации которого возврат вложенных средств и получение доходов осуществляются на этапе эксплуатации проекта преимущественно из потока денежных средств, генерируемого самим проектом	Финансирование в форме предоставления кредита (выдачи гарантий, организации лизингового финансирования), при котором источником погашения обязательств является вся хозяйственная и финансовая деятельность заемщика, включая доходы, генерируемые проектом. Объектом финансирования может выступать как инвестиционный проект, так и инвестиционная программа, инвестиционная деятельность заемщика
Источники погашения	Денежные потоки самого проекта	Денежные потоки заемщика в целом (не только проекта) и третьих лиц, связанных с заемщиком
Обеспечение	Имущество, созданное и приобретенное в рамках проекта. На первом этапе — гарантии акционеров обеспечения собственного участия	Имущество заемщика в целом (не только созданное проектом) и третьих лиц, связанных с заемщиком
Организационная форма	Как правило, SPV — специально созданная проектная компания	Действующее предприятие, подразделение действующего предприятия
Финансовые риски	Сконцентрированы в результатах реализации проекта	Определяются финансовым состоянием заемщика в целом
Уровень рисков для кредитной организации	Как правило — выше, в связи с реализацией проекта «с листа» (green filed), большей сложностью, отсутствием достаточного обеспечения на инвестиционной фазе, ограниченной возможностью финансовой поддержки со стороны спонсоров	Как правило — ниже, в связи с имеющимся наработанным опытом инициаторов, возможной финансовой поддержкой со стороны текущего бизнеса, наличием обеспечения, не связанного с проектом

Таблица 1.1. Окончание

Характеристики видов финансирования	Проектное финансирование	Инвестиционное финансирование
Контроль/Методы контроля	Детальная процедура контролирования реализации проекта, включая расходование средств, закупку оборудования, выбор подрядчиков, прочие действия	При прочих равных условиях акцент делается на контроль общих финансовых и операционных показателей компании заемщика
Структура и сроки финансирования	Сроки зависят от специфики проекта и могут достигать 15–20 лет. График погашения зависит от операционных и фин. возможностей проекта. Минимальный срок 5 лет	Определяются финансовым состоянием заемщика в целом

На инвестиционной фазе осуществляются необходимые строительно-монтажные работы, происходит создание необходимой инфраструктуры, монтаж, тестирование и запуск оборудования. Налаживаются связи, заключаются договоры с поставщиками сырья, коммунальными службами, прочими контрагентами заемщика. Осуществляются предварительные мероприятия по выходу будущей продукции на рынок и обеспечению проектируемого производства необходимым персоналом. Инвестиционная фаза завершается запуском и вводом производства в эксплуатацию.

На последних двух фазах (выход на заявленную мощность, операционная) инвестиционный проект представляет собой действующее производство (бизнес). Менеджмент и акционеры проекта решают весь спектр задач, стоящих перед развивающимся производством, в том числе:

- обеспечение, развитие и поддержание эффективности инфраструктурной базы;
- бесперебойная работа производства, каналов поставки сырья и сбыта готовой продукции;
- подбор персонала и формирование кадровой политики;
- взаимодействие с органами власти, разрешительными органами;
- актуализация стратегии предприятия;
- решение организационных задач (построение учета, в том числе управленческого, производственного, складского; обеспечение работы служб внутреннего контроля, контроля качества, контроля за выполнением требований техники безопасности и т.д.).

Рис. 1.1. Фазы реализации инвестиционного проекта



§ 1.2. Зарубежная практика проектного и инвестиционного финансирования

Исследование зарубежной практики проектного и инвестиционного финансирования представляется актуальным на современном этапе развития российской экономики. Соответственно, положительный и отрицательный опыт использования проектного и инвестиционного финансирования был бы очень полезен для российской действительности и практики как в части применения отдельных инструментов финансирования, так и для исключения негативных факторов. Оценка такого опыта будет крайне полезна для нашей страны, где необходимо развивать промышленность, агропромышленный сектор, транспорт, связь, с тем чтобы заменять изношенные основные фонды, внедрять новые проекты устойчивого развития, требующие как финансирования отраслей, так и финансирования новых проектов. Зарубежный опыт особенно важен, во-первых, в условиях перехода от сметного планирования бюджета и финансирования по разделам и ведомствам на программный принцип формирования федерального бюджета, основанный на составлении государственных программ, во-вторых, в условиях западных санкций, когда необходимо активное импортозамещение с опорой на продвинутую промышленную политику и создание фонда развития промышленности для долгосрочного финансирования по конкурентоспособным ставкам (не выше 5% годовых)³.

Зарубежный опыт необходим для принятия закона о проектном финансировании в России и развития промышленности, так как наша страна занимает одно из последних мест среди стран ОЭСР по доступу промышленности к финансированию⁴. Как отмечают авторы статьи, российская промышленность отчаянно недоразвита. «Мы толком ничего не производим и гарантированно скатываемся в разряд третьесортных стран. Речь идет не только о гипертрофированной для претендующего на суверенность государства зависимости от импорта, а значит, и сырьевой конъюнктуры»⁵.

Разделение автором понятий «проектное финансирование» и «инвестиционное кредитование» (финансирование) связано с тем, что если первое предполагает инвестирование только в новые проекты (завод, торговый центр и т.д.) и погашение только за счет денежного потока, генерируемого самим проектом, то есть без привлечения на цели погашения иных источников денежных средств, то второе — это инвестирование в действующие объекты и погашение как за счет средств от проекта, так и за счет текущей прибыли.

Исходя из этого, проектное финансирование можно считать разновидностью инвестиционного кредита. Существенное отличие классического проект-

³ Механик А., Оганесян Т. Слушай заводской гудок // Эксперт. № 14 (893). 31 марта 2014.

⁴ Там же.

⁵ Гуров Т., Ивантер А. Мы ничего не производим // Эксперт. № 47 (829). 26 ноября 2012.

ного финансирования от инвестиционного кредита, помимо указанных ранее отличий, состоит в том, что обеспечением (залогом) обязательств заемщика при проектном финансировании выступает имущество (недвижимость, оборудование и прочее) самого проекта.

Источниками проектного и инвестиционного финансирования являются как собственные, так и привлеченные средства, среди которых основную роль играют заемные банковские ресурсы. Именно с появлением и развитием инвестиционных банков связано активное функционирование проектного и инвестиционного финансирования. Так, в созданную в 1912 г. Ассоциацию инвестиционных банков (IBA — Investment Bankers Association) сразу вошли 374 члена, считавшие себя инвестиционными банками, но юридически определенные как банки, инвестиционные и трастовые компании.

В 1933 г. во время Великой депрессии Конгрессом США был принят Закон Гласса–Стиголла, разделивший банки на инвестиционные и коммерческие и согласно которому последние, привлекая и размещая депозиты, не могли работать на рынке ценных бумаг, то есть эта прерогатива была предоставлена инвестиционным банкам⁶. Именно тогда были созданы банки, впоследствии ставшие крупнейшими, мировыми лидерами среди инвестиционных банков, такие как Morgan Stanley, Bank of America, Merrill Lynch, Goldman Sachs & Co., JP Morgan, Citi, Credit Suisse.

В 1999 г. в результате принятия закона Грэма–Лича–Блайли появились дополнительные возможности расширения инвестиционных банков, так как банковские холдинговые корпорации (БХК) получили возможность слияния с компаниями финансового сектора, в том числе с инвестиционными банками. Следует заметить, что на современном этапе существует два типа инвестиционных банков:

- 1) банки, которые занимаются исключительно торговлей и размещением ценных бумаг, что присуще в первую очередь американским банкам;
- 2) банки, осуществляющие долгосрочное кредитование (такой тип характерен для Западной Европы и развивающихся стран)⁷.

Эти два типа банков определили существование двух моделей инвестирования — англосаксонской и европейской; причем для первой характерна большая роль фондовых рынков, а для второй — банковского сектора.

В ряде стран (Германия, Швейцария, Голландия) нет деления на коммерческие и инвестиционные банки. В этих странах банки занимаются всеми видами деятельности, свойственными как коммерческим, так и инвестиционным банкам. В отношении таких банков чаще всего применяется термин

⁶ Зарубежный опыт инвестиционно-банковской деятельности [Электронный ресурс]. — <http://solev.ru/ru/informatsiya/analiticheskie-stati/2613-zarubezhnyj-opyt-investitsionno-bankovskoj-deyatelnosti.html>

⁷ Там же.

«универсальный банк» (universal bank). В экономической литературе такое построение институциональной инфраструктуры финансового рынка обычно называют германским путем развития финансового рынка.

Путь развития финансового рынка, при котором инвестиционные банки отделяются от коммерческих, обычно называется американским. Считается, что причиной возникновения американского пути развития стало законодательное запрещение коммерческим банкам вести некоторые виды деятельности на рынке ценных бумаг, следствием чего стали появление и развитие инвестиционных банков.

Отечественная практика последних лет продемонстрировала тенденцию к выбору российским рынком американского пути развития. Большинство компаний, пытающихся заниматься деятельностью инвестиционного банка, не являются коммерческими банками. Среди российских компаний, стремящихся перерасти в инвестиционный банк, подавляющее большинство составляют инвестиционные компании, не имеющие банковской лицензии⁸.

С учетом специфики российских условий, для российских банков (инвестиционных и универсальных) оптимально осуществлять и объединять в себе два направления. Как известно, финансирование следует производить с учетом стоимости компании на рынке (стоимости ее ценных бумаг), ее ликвидности и кредитоспособности. Таким образом, если анализ показывает высокую кредитоспособность и ликвидность компании, то для банка становится возможным долгосрочное инвестиционное финансирование (кредитование), а при высокой ликвидности и стоимости ценных бумаг оптимальны их покупка и размещение на фондовом рынке.

Исходя из активного участия банков, мировая практика проектного финансирования выработала *три основных вида* финансирования: банковское, корпоративное, с участием государства (государственно-частное партнерство).

В *банковском* проектом финансировании (когда банк или несколько банков организуют финансирование инвестиционного проекта) различают следующие виды: без права регресса (оборота) банка, с ограниченным регрессом, с полным регрессом (традиционное кредитование).

Корпоративное финансирование выделяют в рамках инвестиционной деятельности, и оно подразумевает привлечение финансирования для корпоративных клиентов, то есть содействие в привлечении дополнительного капитала корпорациями — клиентами инвестиционного банка. В настоящее время лишь очень небольшая часть инвестиционных банков занимается привлечением финансирования для правительств и муниципалитетов, поэтому для большинства других инвестиционных банков термины «инвестиционная банковская деятельность» и «корпоративное финансирование» по сути совпадают.

⁸ Брынцев А. Н. Формирование инвестиционного климата в промышленности в условиях свободной экономической зоны. — М., 2004. — С. 35–45.

С 1990-х гг. широкое распространение получило *государственно-частное партнерство* (ГЧП) как один из видов проектного финансирования «с государственным плечом», при котором государство (или муниципальные, региональные органы власти) для реализации социально значимых инвестиционных проектов в публичном секторе привлекают частный капитал для совместного финансирования и реализации. Объем сделок, структурированных на принципах PFI/PPP — государственно-частного партнерства, — составил в 2009 г. \$29,1 млрд (или 25%). Следует заметить, что в структуре сделок проектного финансирования кредиты составили (за 2009 г.) 73,5%, облигационные займы — 3,5%, участие в капитале проектных компаний — 23%⁹.

73% всех завершенных проектов ГЧП приходится на Великобританию, 5,6% — на Канаду и 2% — на США. Развитие ГЧП в Великобритании обусловлено наличием развитой законодательной базы и поддержкой правительства.

В первое десятилетие XXI в. проекты ГЧП в Великобритании обеспечивали 17% экономии государственного бюджета. В Канаде 20% всей новой инфраструктуры разработано, построено и управляется частным сектором, а во Франции два основных оператора ГЧП обеспечивают 60% переработки отходов, 62% — водоснабжения и 75% — городского центрального отопления страны.

Некоторые страны имеют всеобъемлющие законы о ГЧП (например, Греция). В ряде стран имеются законы о концессиях, содержащие лишь общие положения, а конкретные законодательные требования присутствуют только в конкретных секторальных законах (например, Хорватия). В странах с федеративным устройством на федеральном уровне нередко устанавливаются лишь ограниченные правовые обязательства, а различные административные единицы (штаты или провинции) зачастую принимают свое собственное законодательство, уровни детализации которого зависят от накопленного опыта в использовании механизмов ГЧП (например, Бельгия). В США существуют отдельные законы или положения, регулирующие ГЧП, в которых государственным партнером является субнациональная административная единица (региональное или местное правительство)¹⁰.

Проектное и инвестиционное финансирование, осуществляемое за рубежом, в общем можно разделить на два типа: с параллельным и последовательным финансированием.

Первый вид финансирования часто называют «совместным финансированием», когда несколько кредитных учреждений выделяют займы для реализации дорогостоящего инвестиционного проекта. Это позволяет банкам укладываться

⁹ Никонова И.А. Проектный анализ и проектное финансирование. — М.: Альпина Паблишер, 2012. — С. 84.

¹⁰ Там же.

в нормативы предельно допустимых сумм выдаваемых средств, а также снижает их кредитные риски. Как правило, при таком финансировании среди кредитных учреждений есть инициатор в лице солидного коммерческого банка или международного финансового института, что является своеобразной гарантией погашения долгов заемщиком. Этому способствует включение в договор оговорки «кросс-дефолт», что дает кредитору право досрочного возвращения предоставленных средств в случае невыполнения заемщиком своих обязательств перед любым кредитором, участвующим в совместном финансировании.

Существуют две формы совместного финансирования:

1. Независимое параллельное финансирование, когда каждый отдельный кредитор заключает кредитное соглашение с заемщиком и финансирует свою часть инвестиционного проекта.

2. Софинансирование, когда кредиторы выступают единым пулом (синдикатом). В данном случае заключается единое кредитное соглашение с заемщиком. Стоит заметить, что оформлением и заключением внутренних контрактов занимается банк-инициатор, а расчеты осуществляются банком-агентом, который входит в пул и получает за это комиссионные.

Анализируя влияние финансового кризиса на мировой рынок проектного финансирования, необходимо отметить такой немаловажный фактор, как падение рынка синдицированного кредитования, и прежде всего такими ведущими международными финансовыми институтами, предоставляющими синдицированные кредиты, как Международная финансовая корпорация, Азиатский банк развития, Европейский банк реконструкции и развития. В 2008 г. объем такого кредитования в мире снизился на 44%, составив лишь \$2,6 трлн (по сравнению с \$4,6 трлн в 2007 г.). Причем около 30% синдицированных кредитов использовались для рефинансирования долга. В тяжелом для финансистов 2008 г. рынок держался на прибыльных энергетических проектах — 22,1% общего объема синдицированного кредитования. Ведущими инвесторами, оставшимися на плаву в 2008 г., были JP Morgan и Citibank.

В Японии рынок синдицированного кредитования продемонстрировал рост на 35,8%, достигнув \$282,9 млрд. В США, на которых приходится основная доля — 45%, объем синдицированного кредитования снизился на 50,2, в Европе — на 49,8, в Азии — на 23,1%¹¹.

¹¹ Никонова И.А. Развитие проектного финансирования [Электронный ресурс]. — http://www.cfin.ru/management/finance/capital/project_fin_ru.shtml

В операциях с *последовательным финансированием (софинансированием)* присутствует крупный авторитетный банк. Благодаря его репутации, наличию высокоспециализированного персонала по экспертизе проектов, значительному кредитному потенциалу, на его имя поступает большое количество заявок на финансирование инвестиционных проектов, среди них некоторые заслуживают особого внимания. Однако банк не в состоянии профинансировать все перспективные проекты, поэтому крупные банки выступают только в роли инициаторов кредитных сделок. После выдачи займа предприятию банк передает свое право требования по задолженности другому кредитору или синдикату, снимая со своего баланса задолженность проекта. В этом случае за оценку инвестиционного проекта, разработку кредитного договора, предоставление средств предприятию банк получает комиссионное вознаграждение.

В последнее время практикуется несколько иной способ передачи прав требования — путем размещения кредита среди инвесторов. Это выражается в форме *секьюритизации активов*, то есть выпуска ценных бумаг, обеспеченных кредитной сделкой. Денежные средства, поступающие от заемщика, направляются в фонд выкупа выпущенных ценных бумаг.

На основе изложенного можно сказать, что при параллельном и последовательном финансировании весьма важна роль инициатора, которым может быть крупный банк или международный финансовый институт. Среди консультантов по вопросам организации финансирования мировыми лидерами являются такие известные инвестиционные, торговые и коммерческие банки, как Morgan Grenfill, Morgan Stanely, Merrill Lynch, Bank of America, Citibank, JP Morgan, CS First Boston, Solomon Brothers, Chase, Lehman Brothers и т.п.¹².

В последнее время возросла важность компаний и банков, которые занимаются организацией эмиссии и размещения так называемых «проектных облигаций» без права регресса. Как правило, данные облигации предназначены не для начального финансирования проекта, а для рефинансирования долга по уже полученным финансовым средствам.

В развивающихся странах финансирование инвестиционных проектов имеет свою специфику, связанную с тем, что оно базируется в большинстве слу-

¹² Катасонов В. Ю., Морозов Д. С., Петров М. В. Проектное финансирование: мировой опыт и перспективы для России. — М.: Анкил, 2001. — С. 20.

чаев на концессионных соглашениях проектных компаний с государством в роли принимающей стороны. Речь идет о контрактах типа BOOT (Build, Own, Operate, Transfer), о которых будет также сказано в исследовании. По данному контракту проектная компания несет ответственность за строительство, финансирование, управление и обслуживание объекта инвестиционной деятельности в течение оговоренного периода (20, 30 и более лет), после чего объект передается государству или уполномоченному им агентству. Данная форма контрактов предусматривает отнесение рисков не только инвестиционной, но и эксплуатационной фазы на реализующего проект участника. В течение концессионного периода проектная компания получает доходы от эксплуатации объекта, покрывая инвестиционные затраты по управлению и его обслуживанию, а также получает прибыль. Контракт часто предусматривает заключение долгосрочного договора на покупку заказчиком продукции, генерируемой проектом, иногда на исключительных условиях. По истечении срока контракта объект передается во владение заказчику или выкупается по остаточной цене. В последнее время концессионные соглашения становятся неотъемлемой частью проектного финансирования инфраструктурных проектов и в промышленно развитых странах.

Стоит обратить особое внимание на роль международных финансовых институтов в проектном и инвестиционном финансировании. Деятельность данных институтов можно свести к трем основным аспектам¹³:

- 1) отработка этими институтами новых методов и схем финансирования, которые в дальнейшем могут тиражироваться и использоваться коммерческими банками и другими частными кредитно-финансовыми структурами;
- 2) выполнение роли организатора финансирования проектов на основе схем проектного финансирования;
- 3) финансовое участие в проектах, где организаторами финансирования выступают иные (нежели международные финансовые институты) структуры.

К разряду международных финансовых институтов относятся различные международные организации, обслуживающие межгосударственные валютные, кредитные и финансовые отношения. Наиболее известные из них: Международный валютный фонд (МВФ), группа Всемирного банка (ВБ), региональные банки развития, региональные валютно-кредитные и финансовые организации Европейского союза (например, Европейский инвестиционный банк), Банк международных расчетов (БМР) и т.д. Некоторые из этих институтов, такие как Международный валютный фонд и Банк международных расчетов, вообще не предназначены для финансирования конкретных инвестиционных проектов.

Заслуживает интереса деятельность многосторонних региональных банков развития — международных финансовых организаций, специализирующихся

¹³ Йескомб Э. Р. Принципы проектного финансирования. — М.: Вершина, 2008. — С. 40–50.

на льготном финансировании инвестиционных проектов, капитал которых формируется за счет взносов участников и заимствований на мировом финансовом рынке. Многосторонние региональные банки развития, особенно с наибольшим числом стран-членов, выступают в качестве проводников интересов этих стран. Примером таких банков могут быть¹⁴:

- Азиатский банк развития;
- Африканский банк развития;
- Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР);
- Евразийский банк развития (ЕАБР);
- Исламский банк развития;
- Карибский банк развития;
- Межамериканский банк развития;
- Черноморский банк торговли и развития (ЧБТР).

Обсуждается создание банка БРИКС, ШОС.

Целесообразно провести сравнение продуктов данных банков и деятельности в проектной сфере, например ЕБРР и ЕАБР.

ЕБРР является крупнейшим инвестором, работающим в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ. Он ассигновал свыше €20 млрд на более чем 800 крупных проектов. Малые проекты практически всегда кредитуются с привлечением финансовых посредников. Оказывая поддержку коммерческим банкам в странах операций, банкам микрокредитования, фондам акционерного капитала и механизмам финансового лизинга, ЕБРР помог профинансировать порядка 200 000 малых проектов.

ЕБРР предлагает широкий диапазон финансовых инструментов, гибко подходит к структурированию своих финансовых продуктов. Главными видами прямого финансирования, предоставляемого по линии ЕБРР, являются кредиты, участие в акционерном капитале и гарантии.

В 2013 г. ЕБРР предоставил сильную поддержку развивающимся экономикам, помогая им вернуться на путь восстановления, несмотря на сложную бизнес-среду, отмеченную общей сдержанностью со стороны инвесторов. Банк инвестировал €8,5 млрд в 392 проекта в более чем 30 странах, приближаясь к рекордному портфелю 2012 г. из 393 проектов. Его приоритетами в течение года было сохранение своих позиций в качестве надежного партнера, а также устранение барьеров на пути инвестиций и продвижения реформ, которые будут способствовать устойчивому росту в будущем. Прочные финансовые результаты в конце года поставили банк в сильную позицию для предстоящей работы. Структура инвестиций выглядела следующим образом: финансовые учреждения — 28%, промышленность, торговля, АПК — 31%, энергетика — 21%, инфраструктура — 20%.

¹⁴ Там же.

Рис. 1.2. Структура инвестиций ЕАБР, %



Евразийский банк развития осуществляет инвестиции в крупные эффективные средне- и долгосрочные проекты в шести странах. Минимальный размер проектов, принимаемых к рассмотрению, составляет, как правило, \$30 млн с максимальным сроком окупаемости, как правило, не более 15 лет.

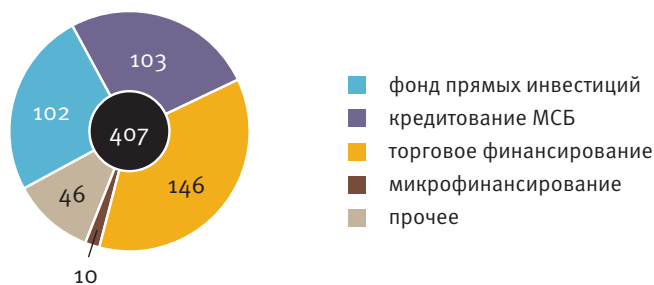
Финансируя свою инвестиционную деятельность за счет долгового капитала, ЕАБР активно оперирует в различных сегментах рынка заимствований (рис. 1.2). С момента начала своей деятельности банк привлек внешнее финансирование в совокупном объеме более \$3,4 млрд. Для этого банк использует глобальную Reg S/144A программу выпуска еврооблигаций (EMTN Programme), Reg S программу выпуска еврокоммерческих бумаг (ЕСР Programme), облигации в национальных валютах, двусторонние и синдицированные банковские кредиты, включая целевое финансирование под покрытие международных экспортно-кредитных агентств, а также иные финансовые инструменты.

В 2013 г. произошел ряд существенных событий в рамках реализуемых проектов ЕАБР: началось финансирование строительства автомагистрали «Западный скоростной диаметр» в Санкт-Петербурге, вступил в стадию реализации проект по созданию в России сети автомобильных газонаполнительных компрессорных станций, на проектную мощность вышел Томский комбинат по производству МДФ-плит, в рамках проекта ЕАБР по созданию на Каспии флота поддержки морских операций на воду были спущены два новых судна.

На 31 декабря 2013 г. текущий инвестиционный портфель банка составил \$3882,054 млн. Балансовый портфель (без учета провизий и дисконтов) составил \$2733,508 млн (рис. 1.3). Общая сумма инвестиций банка в экономики государств-участников достигла \$5300 млн.

На конец 2013 г. текущий инвестиционный портфель банка включал 71 проект в шести государствах — участниках банка. Кроме того, с 2010 г. в структуру инвестиционного портфеля ЕАБР включена сумма участия банка в фонде прямых инвестиций Macquarie Russia and CIS Infrastructure Fund (MRIF),

Рис. 1.3. Инвестиционный портфель ЕАБР на конец 2013 г. в \$ млн США



которая на конец 2013 г. составила 2,6% текущего инвестиционного портфеля ЕАБР. Фонд может инвестировать в проекты на территории как государств — участников банка, так и других стран СНГ.

В 2013 г. инвестиционный портфель банка пополнился 18 новыми проектами, из них десять стартовали в реальном секторе экономики государств-участников и восемь — в финансовом секторе. Прирост инвестиционного портфеля ЕАБР за 2013 г. составил \$677,649 млн.

В соответствии со стратегией банка на период 2013–2017 гг. банк уделяет преимущественное внимание финансированию проектов по развитию энергетической, транспортной и муниципальной инфраструктуры в государствах-участниках. На конец 2013 г. проекты в данных отраслях составляли соответственно 26,7, 32,6 и 2,3% от объема текущего инвестиционного портфеля.

В части финансового сектора текущий инвестиционный портфель на конец 2013 г. составлял \$407 млн, включая вышеуказанный фонд прямых инвестиций — \$102 млн, кредитование МСБ — \$103 млн, торговое финансирование — \$146 млн, микрофинансирование — \$10 млн, прочее — \$46 млн (10,5% — финансовый сектор).

Таким образом, можно отметить, что структура инвестиций в банках различается (в ЕАБР больший удельный вес занимает инфраструктура и меньший — финансы), а объем проектного финансирования, приходящийся на страну, в среднем составил в 2013 г. у ЕБРР — €0,28 млрд, а у ЕАБР — \$0,113 млрд, то есть в ЕБРР в 3,5 раза больше.

Одну из наиболее активных ролей в международном проектом финансировании в целом играют группа Всемирного банка и Европейский банк реконструкции и развития с учетом того, что в конкретных регионах преобладают определенные региональные банки.

В группу Всемирного банка входят пять основных институтов:

- Международный банк реконструкции и развития (МБРР);
- Международная финансовая корпорация (МФК);
- Международная ассоциация развития (МАР);
- Многостороннее агентство по гарантированию инвестиций (МАГИ);
- Международный центр по урегулированию инвестиционных споров (МЦУИС).

Причем проектным финансированием в группе активно занимается МФК, которая выдает напрямую кредиты, инвестиции, гарантии предприятиям для реализации конкретных инвестиционных проектов, принимая на себя определенные риски. МФК обычно финансирует такие проекты, которые не способны привлечь достаточного потока денежных средств на приемлемых условиях из других источников. Поэтому в портфеле МФК много проектов с большим сроком окупаемости, низкими показателями внутренней рентабельности и т.д. Это, прежде всего, инфраструктурные проекты в частном секторе экономики. «За период с 1967 по 1995 г. МФК одобрила финансирование в объеме \$2,5 млрд 116 инфраструктурных проектов, реализуемых частными структурами. Из них 44 пришлись на энергетический сектор, 34 — на телекоммуникации, 23 — на транспорт, 6 — на трубопроводы, 4 — на водное хозяйство, 5 — на прочие сектора экономики»¹⁵.

В 2013 г. МФК инвестировала \$18,3 млрд в 612 проектов, из которых \$6,6 млрд пошли в беднейшие страны, имеющие право заимствовать у Международной ассоциации развития Всемирного банка. Были также мобилизованы дополнительно \$6,5 млрд для поддержки частного сектора в развивающихся странах. Теперь у МФК есть \$50 млрд портфеля инвестиционных обязательств, охватывающего почти 2000 компаний в 126 странах.

Роль группы Всемирного банка в развитии проектного финансирования велика и проявляется прежде всего в его деятельности по организации совместного финансирования проектов. Если в 1980-е гг. Всемирный банк по линии совместного финансирования направлял треть своих кредитов, то в настоящее время — свыше половины.

Группа Всемирного банка в 2014 г. предоставила странам региона Европы и Центральной Азии \$11,9 млрд. Данные средства были направлены на сокращение уровня бедности и обеспечение всеобщего процветания за счет повышения уровня доходов наиболее бедных слоев населения в странах региона.

Совместное финансирование проектов позволяет частным инвесторам получать ряд выгод¹⁶:

¹⁵ Катасонов В. Ю., Морозов Д. С., Петров М. В. Указ. соч. — С. 38.

¹⁶ Катасонов В. Ю., Морозов Д. С. Проектное финансирование: организация, управление риском, страхование. — М.: Анкил, 2000.

1. Всемирный банк обеспечивает высококвалифицированную экспертизу проекта и утверждает его к финансированию.

2. Как спонсор проекта Всемирный банк обеспечивает эффективное управление реализацией проекта.

3. Всемирный банк снимает с частного инвестора риск неплатежей со стороны заемщика (путем применения, например, оговорки «кросс-дефолт»).

В качестве участников финансирования проектов могут выступать не только частные инвесторы, но также и другие международные финансовые институты. Фактически участие институтов Всемирного банка в проекте дает другим финансирующим агентам возможность смелее идти на применение схем проектного финансирования.

Данные финансовые институты прямо или косвенно производят финансирование инвестиционных проектов, но используемые для этого методы существенно различаются, и не во всех случаях применяется проектное финансирование.

Участие коммерческих банков в синдикате под эгидой международных финансовых институтов не только престижно, но и дает определенные финансовые и коммерческие выгоды. Например, в ряде западных стран регулирующие органы освобождают свои коммерческие банки от обязательного страхования страновых рисков при участии в консорциумах и синдикатах, организованных международными финансовыми институтами. Также коммерческие банки, применяя проектное финансирование, ориентируются на опыт и методики финансирования, предлагаемые международными финансовыми организациями.

Заслуживает интереса анализ развития проектного и инвестиционного финансирования в Великобритании, который характеризуется двумя особенностями. Во-первых, период развития финансирования от начальной стадии и до современного состояния страна прошла в два раза быстрее, чем большинство других стран, а именно — за 15 лет. Во-вторых, катализатором становления проектного финансирования в Великобритании стали государственные концессии в сфере коммунальных услуг, транспорта, связи и т.д., куда инвестиционные компании активно вкладывали средства¹⁷. Особенно активно инвестирование в указанный период применялось в строительстве больничных комплексов: за рассматриваемый срок в стране было построено более 50 таких комплексов.

С 1990 по 2000 г. развитие проектного финансирования в Великобритании отмечено следующими особенностями:

¹⁷ *Афанасьев Е. М.* Анализ эволюции проектного финансирования на примере зарубежного опыта [Электронный ресурс]. — <http://institutions.com/general/2356-analiz-evolyucii-proektnogo-finansirovaniya-na-primere-zarubezhnogo-opyta.html>

- активным продвижением инфраструктурных проектов;
- внедрением и реализацией мегапроектов;
- разнообразием источников финансирования инвестиций и инвестиционных моделей;
- прямым участием государства в проектном финансировании и растущей ролью нормативного регулирования проектного финансирования.

Следующий этап развития проектного финансирования — с 2000 по 2008 г. — характерен появлением в британской экономике корпораций, которые, как, например, International Power, активно задействуют этот финансовый инструмент. Названная компания активно использует экспортные кредиты и кредиты коммерческих банков, что позволяет ей реализовывать инфраструктурные проекты в 24 странах мира. Годовой оборот компании составляет около \$1 млрд, и это позволило International Power увеличить свою рыночную стоимость за 10 лет более чем в три раза¹⁸.

Что касается азиатского рынка крупнейших инвестиционных проектов с использованием проектного финансирования, то он представляет интерес по следующим причинам:

- во-первых, страны азиатского региона всего лишь за 20 лет сумели захватить 46% глобального, общемирового рынка проектного финансирования;
- во-вторых, развитие азиатского рынка осуществлялось на принципах экспортного проектного финансирования, и прежде всего из США.

Необходимо отметить также, что страны Азии были теми рынками, где финансовыми инвесторами реализовывались пилотные проекты. Прежде всего, это «Проект независимой энергетики» (Independent Power Project — IPP), который изначально, в 1991 г., был осуществлен в Малайзии, а затем реализован в Таиланде и Индонезии. Позднее энергетические системы этого проекта были возвращены в малайзийскую квазигосударственную собственность. Крупнейшая сделка середины 1990-х гг. на азиатском рынке — строительство компанией Edison Mission Energy электростанции Paiton на Восточной Яве, но из-за высокой стоимости (более \$1 млрд) сделка не могла быть реализована национальными коммерческими банками и поэтому была проинвестирована английскими и американскими компаниями¹⁹. В то же время в самих Великобритании и США аналогичные энергетические проекты начали реализовываться только в конце 1990-х гг.²⁰

С 2000 по 2008 г. в Азии этот интернациональный характер проектного финансирования пилотных проектов в энергетике проявился в бурном росте азиатских рынков.

¹⁸ Афанасьев Е. М. Указ. соч.

¹⁹ Там же.

²⁰ Там же.

Рассматривая любые мировые экономические процессы, нельзя не остановиться на особенностях прежде всего проектного финансирования в Китайской Народной Республике, механизм использования которого китайские банки стали применять лишь в последние пять–семь лет. Следует отметить, что в КНР реализуются при помощи проектного финансирования не только национальные (инфраструктурные и проекты по освоению природных ресурсов), но и мировые проекты при задействовании значительных активов.

Последний этап проектного финансирования, который начался в 2008 г. и длится по настоящее время, отличает переход инвестиционных потоков на реализацию инновационных проектов: это приливные электростанции, электростанции на солнечной энергии, развитие космической отрасли, проекты, связанные с альтернативной энергией.

По итогам 2009 г. на долю Западной Европы приходилось 22% рынка проектного финансирования, на долю Азии — 31%, Северной Америки — 11%, Средней Азии и Африки — 11%, прочие — 25% (в том числе два наиболее крупных проекта, реализуемые в Бразилии)²¹.

Анализ мирового опыта проектного и инвестиционного финансирования, изучение национальных особенностей позволяют дать историческую ретроспективу и трактовку основных этапов, особенностей каждого этапа проектного и инвестиционного финансирования.

§ 1.3. История проектного и инвестиционного финансирования

Сделки, имеющие различные черты проектного и инвестиционного финансирования, появились достаточно давно. Так, в 1299 г. Английское королевство получило ссуду от банка Фрескобальди²² на развитие серебряных рудников в Девоне²³. Кредитный договор между сторонами этой сделки предполагал переход к кредитору контроля над объектом проекта на один год (то есть кредитор мог получить всю руду, добытую за год), а королевство не предоставляло государственных гарантий относительно качества серебра и размера запасов.

Развитие проектного и инвестиционного финансирования тесно связано с процессами дерегулирования и приватизации; например, частное финансирование общественной инфраструктуры осуществляется с XVIII в. В начале XIX в. в континентальной Европе (сначала во Франции, а затем в Германии, Италии и других западноевропейских странах), позже в США получили рас-

²¹ Никонова И. А. Развитие проектного финансирования [Электронный ресурс]. — http://www.cfin.ru/management/finance/capital/project_fin_ru.shtml.

²² Ведущий итальянский торговый банк того времени.

²³ Gimpel J. The Medieval machine: the industrial revolution of the Middle Ages. — NY, 1976.

пространение концессионные договоры преимущественно в сфере городского и коммунального хозяйства, а также применительно к различным объектам монопольной государственной собственности. Предпосылкой этому послужили активная колонизация метрополиями новых стран и, как следствие, заключение концессионных соглашений с частными инвесторами.

Железные дороги, коммунальное хозяйство, связь также развивались главным образом благодаря частным инвестициям; именно так была модернизирована английская дорожная система — создана система платных дорог.

В развитии проектного и инвестиционного финансирования некоторые авторы выделяют несколько этапов:

1. Финансирование проектов по добыче полезных ископаемых в 1930-х гг. Расцвет проектного финансирования, связанный с ростом нефтяных цен.

2. Финансирование энергетических проектов. С 1978 г. в США, а затем и в других странах начался процесс приватизации в энергетике.

3. Финансирование общественной инфраструктуры. Такие проекты получили название государственно-частного партнерства.

4. С 1990-х гг. началось бурное развитие мобильной связи и, как следствие, проектов в телекоммуникационной сфере.

Существует также предложение Е.М. Афанасьева выделять следующие этапы развития проектного и инвестиционного финансирования²⁴:

1. Начало XIX в. — середина 1950-х гг. Сфера городского и коммунального хозяйства. Основа — концессионные договоры.

2. Середина 1950-х гг. — 1973 г. Восстановление разрушенных экономик стран — участниц Второй мировой войны.

Потребность в финансовых ресурсах для восстановления разрушенных экономик стран — участниц Второй мировой войны предопределила основы современного классического проектного финансирования, такие как:

- целевой характер финансирования;
- долгосрочный характер заимствований;
- минимизация кредитных рисков;
- синтез организационных и провайдерских функций.

3. 1973–1990 гг. Перераспределение финансового капитала из энергетической отрасли в строительство и промышленность.

Можно сказать, что этап развития проектного финансирования связан с энергетическим кризисом 1973 г. и введением плавающего валютного курса со снятием ограничений на распределение мирового рынка капитала. Крупнейшие мировые банки были вынуждены перенаправить финансовые ресурсы из нефтегазового в другие сектора экономики.

²⁴ Афанасьев Е. М. Указ. соч.

В качестве особенностей данного этапа выделяются:

- обязательное наличие проектной компании;
- участие в проекте банковского консорциума;
- ликвидация монополии английских и американских банков и расширение зон влияния европейских и азиатских банков²⁵.

4. 1990–2000 гг. Реализация преимущественно инфраструктурных проектов, в том числе глобальных международных проектов. Многообразие источников инвестиций и инвестиционных моделей. Прямое участие государства в проектном финансировании и растущая роль нормативного регулирования проектного финансирования.

Опыт, накопленный в результате осуществления этих проектов, позволил в дальнейшем реализовывать мегапроекты глобальных инфраструктурных систем²⁶. Классическим примером реализации механизма проектного финансирования является проект строительства «евротоннеля» под проливом Ла-Манш, соединившего в 1993 г. Великобританию и континентальную Европу. Инвестиционная стадия проекта завершилась в начале 1993 г. Стоимость проекта — 60 млрд французских франков.

Опыт «евротоннеля» стимулировал банки к активному использованию финансирования долгосрочных инфраструктурных проектов, что создало для этого огромные возможности в 1990-х гг.

В 1990-х гг. XX в. в финансовом мире произошло достаточно много значимых событий. Были взлет и падение торговых энергетических проектов, замедление развития частной финансовой инициативы (PFI). В использовании проектного финансирования было два спада: первый, начиная с 1992 г. и до начала 2000-х гг., — из-за выхода из энергетического сектора частных инвесторов; второй, в меньшей степени, — из-за сделок с финансируемым выкупом (LBO) в инфраструктурных проектах в 2006–2007 гг.

5. 2000–2008 гг. Бурный рост азиатских рынков на основе пилотных проектов в энергетике, которые позже были реализованы в странах-инвесторах. Проявление интернационального характера проектного финансирования.

Реализация схемы «пилотных проектов». Реализация глобальных инфраструктурных проектов в России.

²⁵ Там же.

²⁶ Там же.

6. 2008 г. — настоящее время. Преимущественно инновационный характер реализуемых проектов. Изменчивость тенденций финансовых потоков. При исследовании особенностей проектного и инвестиционного финансирования в последние 20 лет одни эксперты пришли к выводу, что проектное финансирование превратилось в глобально значимый бренд, другие — что это отдельный рынок.

Автором данного исследования на основе анализа ряда этапов финансирования предлагается своя, несколько модифицированная и транспонированная градация этапов развития проектного и инвестиционного финансирования.

Первый этап. 1930-е гг. Финансирование проектов по добыче полезных ископаемых. Расцвет проектного финансирования связан с ростом нефтяных цен.

Второй этап. Середина 1940-х гг. — 1973 г. Восстановление разрушенных экономик стран — участниц Второй мировой войны. Появление основных черт современного проектного финансирования: целевой характер финансирования; долгосрочный характер заимствований; минимизация кредитных рисков; синтез организационных и провайдерских функций.

Общепризнано, что в мировой практике в последние 50 лет наиболее эффективным финансовым инструментом реализации инвестиционных проектов любых объемов и сложности является проектное финансирование. Следует заметить, что большинство экспертов и крупнейшие издания по проектному финансированию называют 1963 г. годом начала активного использования этого финансового инструмента. В этот год американские банки стали создавать консорциумы для реализации крупномасштабных проектов в области рынка недвижимости²⁷.

В то же время существует мнение, что рост цен на нефть в 1970-е гг. привел к росту спроса на инвестиционные проекты в нефтяной отрасли и что именно в этот период возникло современное проектное финансирование.

Соответственно, прибыльность инвестиционных проектов в добычу нефти и газа стала составлять сотни и даже тысячи процентов в год. Это повлияло на реакцию банков. Их традиционно пассивное поведение, когда потенциальные заемщики идут в банк и просят денег, сменилось на активно-агрессивное, когда сами банки стали искать (прежде всего в нефтяном и газовом секторе экономики) высокоприбыльные проекты для кредитования. После падения цен на нефть и газ в 1980-е гг. портфель проектного финансирования многих банков обесценился. Встала задача диверсификации этого портфеля за счет отбора высококачественных проектов в других секторах экономики. Банки, специализирующиеся на проектном финансировании, стали внедряться в сектор телекоммуникаций, горнодобывающую промышленность, инфраструктуру

²⁷ Афанасьев Е. М. Указ. соч.

(дороги, электростанции и электроснабжение, водоснабжение и т.д.), туристический бизнес и индустрию развлечений и так далее.

На начальном этапе в сфере проектного финансирования доминировали американские и канадские банки, позже (в связи с развитием нефтедобычи в Северном море) на арену вышли банки Великобритании. В последние 10 лет на этом рынке появился ряд крупных банков Японии, ФРГ, Франции. Кроме банковских кредитов национального происхождения, следует упомянуть в качестве источников средств проектного финансирования кредиты международных финансовых организаций (МБРР, МФК, ЕБРР и др.). Хотя в чистом виде эти кредиты нельзя отнести к проектному финансированию, однако некоторые его элементы и признаки имеются. Достаточно серьезным наднациональным источником проектного финансирования являются еврокредиты, которые предоставляются на ролл-оверной основе международными консорциумами (синдикатами) банков. Следует отметить, что в целом роль банковских консорциумов (синдикатов) в проектном финансировании неуклонно возрастает. Особенно это относится к банковским консорциумам и синдикатам, действующим на рынке еврокредитов.

Кредиты и даже гарантии этих агентств в большинстве случаев являются «связанными», то есть предусматривают обязательные закупки оборудования компаний соответствующей страны при реализации инвестиционных проектов. Однако, несмотря на вышеперечисленное, это не умаляет роли Всемирного банка в развитии проектного финансирования.

Третий этап. 1973–1990 гг. Финансирование энергетических проектов, а также строительства и промышленности. С 1978 г. в США, а затем и в других странах начался процесс приватизации в энергетике.

Следует заметить, что в 70-е гг. прошлого века в кредитной политике группы Всемирного банка важное место занимали социальные проекты, такие как ликвидация бедности, развитие здравоохранения и т.д. В основном это «затратные» проекты, и они осуществлялись на принципах инвестиционного финансирования.

В 80-х гг. прошедшего века был дан старт развитию проектного финансирования, когда банки стали предлагать долгосрочные услуги в этой сфере.. В частности, началась передача активов, которые традиционно контролировались и принадлежали государству, в частный сектор, что концессионеры рассматривали не только как инвестиционный, но и как инновационный процесс. Банкам тогда было предложено предоставить долгосрочное финансирование на эти новые концессии.

С 1980-х гг. стало происходить размывание проектной направленности в деятельности группы Всемирного банка, в особенности МБРР, который, как и МВФ, стал предоставлять кредиты на структурную адаптацию национальных

экономик. В связи с этим кредиты стали терять свою привязку к инвестиционным проектам.

Всемирный банк был ориентирован также на поддержание инфраструктурных проектов, привлекательность которых для частных инвесторов обычно низка. Это относится к таким отраслям, как энергетика, транспорт, связь, водное хозяйство и т.п. Эта направленность отражалась при подготовке методических материалов, консалтинга и так далее, то есть в доминирующей части делался упор не на коммерческую эффективность, а на социальную и экологическую значимость.

До 1980-х гг. финансирование инфраструктурных проектов осуществлялось главным образом за счет государственных средств. Поиск альтернативных способов финансирования подобных проектов связан с рядом факторов:

1. Рост населения и экономики означали рост потребности в расширении инфраструктуры.

2. Долговой кризис привел к тому, что способности к заимствованию многих стран существенно сузились.

3. Конкуренция на глобальном рынке между поставщиками оборудования привела к тому, что они начали становиться инициаторами проектов с целью обеспечения сбыта своей продукции.

Привлечение частного сектора к финансированию инфраструктуры способно было привести к более быстрой реализации проектов, лучшему управлению, могло привнести элемент конкуренции в монополизированные отрасли.

С начала 80-х гг. XX в. на международных финансовых рынках происходили глубокие изменения, которые характеризовались дерегулированием финансовых рынков, глобализацией, интернационализацией, внедрением новых информационных технологий. С ростом объема трансграничных операций и усилением глобализации инвестиционные и кредитные сделки, которые прежде осуществлялись на локальных рынках, начали замещаться сделками международного финансового посредничества на рынке ценных бумаг. Прежде всего, крупные и известные заемщики, решая задачу рефинансирования существующих обязательств и удовлетворения вновь образующихся потребностей в финансировании, начали напрямую обращаться к инвесторам, готовым предоставлять заемные средства минуя банки, играющие роль рыночных посредников. Тем самым решалась задача снижения стоимости заимствований. Путем эмиссии ценных бумаг кредитоспособные транснациональные компании, имеющие безупречную кредитную историю, привлекали финансирование непосредственно на рынке капиталов. «Благодаря смещению акцентов от индивидуальных отношений с кредитной организацией и иными институциональными кредиторами к широкому взаимодействию с обезличенными заимодавцами, осуществляемому при посредничестве биржи, кредитной олигополии, которая ранее могла диктовать собственные условия, была найдена замена в лице более