

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М.В.Ломоносова

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

На правах рукописи

Сафронов Юрий Сергеевич

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕХАНИЗМА ПРОЕКТНОГО
ФИНАНСИРОВАНИЯ НА РАСТУЩИХ РЫНКАХ КАПИТАЛА**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание учёной степени

кандидата экономических наук

Москва – 2011

Диссертация выполнена на кафедре «Финансы и кредит» экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

НАУЧНЫЙ РУКОВОДИТЕЛЬ:

кандидат экономических наук,
доцент **Черкасова Т.Н.**

ОФИЦИАЛЬНЫЕ ОППОНЕНТЫ:

доктор экономических наук,
профессор, **Кабашкин В.А.**

кандидат экономических наук,
Весновский А.Ю.

ВЕДУЩАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ:

Всероссийская академия внешней торговли
Министерства экономического развития РФ

Защита состоится «21» апреля 2011 г. в 14:00 на заседании Диссертационного совета Д 501.001.10 при Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, г.Москва, ГСП - 1, Ленинские горы, МГУ имени М.В. Ломоносова, 3-й учебный корпус, экономический факультет, аудитория № 333.

С диссертацией можно ознакомиться в читальном зале Научной библиотеки имени М.Горького учебного корпуса гуманитарных факультетов МГУ имени М.В. Ломоносова.

Автореферат разослан «21» марта 2011 г.

С текстом автореферата можно ознакомиться на сайте <http://www.econ.msu.ru>

Учёный секретарь

Диссертационного совета Д 501.001.10,

кандидат экономических наук, доцент

Байдина Оксана Сергеевна

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования.

До недавнего времени в Российской Федерации наблюдался устойчивый экономический рост, локомотивом которого являлись крупные отечественные сырьевые корпорации. Вместе с тем в нынешних условиях, когда экономика страны испытывает на себе в полной мере всю тяжесть последствий глобального финансово-экономического кризиса, особенно актуальной становится задача скорейшего восстановления и перехода в стадию устойчивого роста. Это потребует осуществления крупных капиталовложений, направленных не только на разработку и активное внедрение инновационных технологий, но и в развитие инфраструктурных отраслей, а также в строительство новых и модернизацию существующих основных производственных фондов.

Общепризнанным считается тот факт, что основным препятствием для ускоренного экономического роста является неразвитость и высокий износ объектов инфраструктуры, а также возникающий в последнее время дефицит энергоресурсов, прежде всего электроэнергии и углеводородов. Это характерно в целом для развивающихся стран, в том числе и для России¹. Для преодоления указанных негативных факторов необходима всеобъемлющая реконструкция существующих, а также строительство новых объектов инфраструктуры. Не менее важен поиск и освоение новых месторождений полезных ископаемых, в том числе и для обеспечения энергетической безопасности страны в целом.

Подобные проекты требуют настолько крупномасштабных капиталовложений, что их окупаемость, как правило, растягивается на многие-многие годы, что, в свою очередь, ведёт к возникновению повышенной рискованной нагрузки. При этом привлечение таких традиционных источников финансирования, как инвестиционные кредиты (в том числе и синдицированные), а также бюджетные средства государства – оказывается явно недостаточным для обеспечения требуемых объёмов финансирования. В результате, складывается необходимость всё большее внимание уделять вопросам организации финансирования и структурированию подобного рода инвестиционных проектов. Среди возможных способов финансирования таких крупномасштабных проектов выделяется такой специфический способ как *«проектное финансирование»*.

В мировой практике проектное финансирование уже в течение нескольких десятилетий активно используется для реализации масштабных и капиталоемких проектов. Российские компании, постепенно интегрируясь в мировое экономическое

¹ Например, износ основных фондов в отечественной электроэнергетике и газовой промышленности составляет почти 60 процентов, в нефтеперерабатывающей промышленности – 80 процентов (согласно информации, представленной в Энергетической стратегии России на период до 2030 года).

пространство, неизбежно сталкиваются с потребностью в реализации проектов, аналогичных по своей сложности и масштабности с теми, что осуществляются их западными конкурентами. Однако на сегодняшний день использование проектного финансирования в России носит точечный характер. Примером могут служить ряд проектов на основе соглашения о разделе продукции («Сахалин-1», «Сахалин-2» и «Сахалин-3»), в рамках которых предполагается освоение новых нефтегазовых месторождений и активное развитие портовой и транспортной инфраструктуры острова Сахалин для транспортировки жидких углеводородов (нефти, конденсата, сжиженного природного газа). Также существует несколько проектов в электроэнергетике (например, строительство новых блоков на Нижневартовской ГРЭС). Вместе с тем проектное финансирование становится потенциально всё более востребованным и необходимым в России, и поэтому возможность полноценного применения проектного финансирования существенна для развития отечественных компаний а, в конечном счёте, и для развития экономики страны.

В целом метод проектного финансирования в большинстве существующих работ исследован применительно к развитым странам, что требует уточнения относительно его использования на растущих рынках капитала² – основных площадках реализации крупномасштабных проектов, и прежде всего, в добывающих и инфраструктурных отраслях. Специфика развивающихся экономик будет определять особенности механизма проектного финансирования, при его применении в данных условиях.

Кроме того, в большинстве работ превалирует банковский подход к концепции проектного финансирования, то есть в центре внимания лежат риски, которые несут коммерческие банки при финансировании крупномасштабных проектов (прежде всего, внимание уделяется минимизации кредитных рисков). Специализированных работ, адаптированных для реального (нефинансового) сектора экономики, на порядок меньше. Как следствие, с точки зрения изучения возможных источников финансирования в рамках *проектного финансирования* авторы акцентируют внимание на использовании синдицированных кредитов и оставляют без внимания широкий круг других потенциальных инструментов финансирования.

Проектное финансирование предполагает коллективную форму осуществления инвестиций с длительным сроком окупаемости (до нескольких десятков лет), что изначально сопряжено с повышенными рисками. Для целей минимизации этих рисков требуется модернизация самого механизма в рамках данного метода финансирования.

² Под «растущими рынками капитала» в данной работе подразумеваются рынки группы стран, включающих в себя бывшие социалистические страны Европы (в том числе страны СНГ), развивающиеся страны Латинской Америки и Ближнего Востока, а также страны Юго-Восточной Азии (включая Индию и Китай).

Вместе с тем следует особо отметить тот факт, что *механизм проектного финансирования обладает необходимым потенциалом для совершенствования путём интеграции новых элементов и инструментов управления рисками*. Это приобретает особенное значение в условиях последствий глобального финансово-экономического кризиса и с учётом наличия исходных специфических черт растущих рынков капитала.

С учётом вышесказанного актуальность настоящего исследования определяется необходимостью совершенствования подходов к управлению рисками, а также выявлением новых участников в рамках механизма проектного финансирования, которые будут способствовать привлечению необходимых объёмов денежных средств для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов на растущих рынках капитала.

Степень разработанности темы.

Тематика проектного финансирования находит достаточно широкое отражение как в трудах, относящихся к общей теории корпоративных финансов, так и в специализированной литературе, посвящённой риск-менеджменту, управлению проектами, оценке стоимости инвестиционных проектов и т.п.

Среди работ, посвященных общей теории корпоративных финансов, прежде всего необходимо выделить труды Р. Брейли и С. Майерса «Принципы корпоративных финансов», а также З. Боди, А. Кейна и А. Дж. Маркуса «Принципы инвестиций». В этих работах рассматриваются как вопросы, связанные с теорией финансового управления корпорацией, так и основополагающие принципы реализации инвестиционных проектов. Общие теоретические вопросы проектного финансирования подробно изложены в работе Ф. Бенуа «Проектное финансирование в Мировом Банке». Современные подходы к проектному финансированию широко отражены в монографии Э.Р. Йескомба «Принципы проектного финансирования».

Из трудов, посвящённых проектному финансированию в России, необходимо отметить работу В.Ю. Катасонова, Д.С. Морозова, М.В. Петрова «Проектное финансирование: мировой опыт и перспективы для России», работу А. Конопляника и С. Лебедева «Проектное финансирование в нефтегазовой промышленности: мировой опыт и начало применения в России», работу А. М. Тавасиева «Банковское дело: управление и технологии», а также аналитическое исследование рейтингового агентства *Standard & Poor's* «Возможности проектного финансирования в российской нефтегазовой отрасли». В перечисленных изданиях содержатся ключевые аспекты исследуемой темы. Прежде всего, авторы уделяют внимание основным отличительным признакам «классического» проектного финансирования, приводят примеры практического использования схем проектного финансирования в СНГ и за рубежом. Особое внимание уделяется рискам,

возникающим при реализации крупных инвестиционных проектов, и способам их минимизации.

Вместе с тем авторами в недостаточной степени рассмотрен современный инструментарий управления рисками в рамках проектного финансирования. В предлагаемых ими подходах к уменьшению проектных рисков преобладают, как правило, технико-технологические (регламентация производственной деятельности), юридические и организационные и в меньшей степени финансово-экономические инструменты элиминирования рискованной нагрузки.

Также в процессе работы над настоящим исследованием были изучены труды таких иностранных авторов как Nevitt Peter K. «*Project Financing*»; George K. Crozer «*Pertamina's Blue Sky Project*»; Vinter Graham D. «*Project Finance. A Legal Guide*»; Ahmed Priscilla A. «*Project Finance in developing countries*» и др. Особенностями раскрытия данной темы в западной литературе является практическая направленность большинства публикаций и работ. Как правило, в указанных трудах отсутствует комплексное, системное изложение теоретических положений, что затрудняет исследование данной тематики. Как свидетельствует практика, особенности реализации проектов существенно варьируются от страны к стране в связи с различными условиями ведения бизнеса, в том числе и в рамках такой группы стран, которые объединены общим названием «растущие рынки капитала».

Из российских авторов, в дополнение к уже ранее упомянутому, следует отметить следующих: Сурков Г.И. «Применение проектного финансирования в международных программах инвестиций», Шахов В.В. «Введение в страхование», - в указанных монографиях приводятся подходы к классификации проектных рисков. В книге Мазура И.И. и Шапиро В.Д. «Управление инвестиционно-строительными проектами: международный подход» детально рассматриваются общеметодологические подходы к управлению проектной деятельностью. Современные подходы применения проектного финансирования в рамках государственно-частного партнёрства отражены в работе Кабашкина В.А. «Государственно-частное партнёрство: международный опыт и российские перспективы».

В целом в работах как отечественных, так и иностранных авторов не существует единого подхода к определению понятия «проектное финансирование». Более того, необходимо признать тот факт, что внутри нашей страны сам метод проектного финансирования, применяемый для организации финансирования инвестиционных проектов, периодически понимается и трактуется недостаточно корректно. Несмотря на наличие большого количества профессиональной и академической литературы, в той или

иной степени затрагивающих тематику проектного финансирования, *степень изученности различных сторон проектного финансирования, как с теоретической, так и с практической точек зрения, недостаточна.* Всё это требует проведения самостоятельного исследования, посвящённого разработке комплексного подхода к формированию модифицированной схемы проектного финансирования через интеграцию в неё новых ключевых элементов с учётом специфики растущих рынков капитала.

Актуальность и недостаточная научная/теоретическая и практическая разработанность вопросов применения проектного финансирования на растущих рынках капитала наряду с возрастающей экономической потребностью в осуществлении крупномасштабных капиталовложений в добывающих и инфраструктурных отраслях послужили предпосылкой для проведения настоящего исследования и обусловили выбор темы, цель и задачи диссертационной работы.

Объектом настоящего исследования выступает проектное финансирование как способ финансового обеспечения крупномасштабных инвестиционных проектов.

Предметом настоящего исследования является механизм проектного финансирования на растущих рынках капитала.

Цель исследования – разработка модифицированной схемы проектного финансирования долгосрочных крупномасштабных инвестиционных проектов на растущих рынках капитала.

Для достижения заявленной цели в рамках исследования автором были поставлены и решены следующие **задачи**:

1. Уточнить понятие «проектное финансирование» на основе сравнительного анализа его трактовки в российской и западной литературе;
2. На основе анализа рисков проектного финансирования провести их систематизацию с использованием авторских критериев;
3. Проанализировать эволюцию проектного финансирования и выявить основные направления этой эволюции;
4. На основе сравнительного анализа реализации проектов в развитых и развивающихся странах определить особенности применения проектного финансирования на растущих рынках капитала;
5. Определить ключевые элементы модификации механизма проектного финансирования на растущих рынках капитала;
6. Модернизировать механизм проектного финансирования через системное внедрение новых ключевых элементов.
7. Выявить базовые принципы взаимодействия в рамках модифицированной схемы

проектного финансирования.

Теоретическая и методологическая основа исследования.

Методологическую основу работы составило применение различных методических подходов и методов исследования, таких как системный, функциональный и исторический анализ; факторный, причинно-следственный, экспертный и сравнительно-аналитический анализ; синтез, систематизация и классификация, а также методы моделирования, что помогло автору в написании диссертации и решении исследовательских задач.

Теоретическую основу исследования составили работы зарубежных и российских авторов по проектному финансированию, целый ряд зарубежных научных статей, посвящённых корпоративным финансам, а также материалы периодических изданий и прессы. Здесь следует отметить то обстоятельство, что, не имея прямого доступа к внутрикорпоративной коммерческой информации, трудно получить данные для анализа денежных потоков, генерируемых проектом. Поэтому при разработке модифицированной схемы проектного финансирования автор исходил из принципа движения от теории к практике, что привносило дополнительные трудности в исследование.

При написании диссертации автором были использованы законодательные акты Российской Федерации, а также рекомендации и аналитические материалы международных финансовых и юридических консультационных организаций (например, *Standard&Poor's*, *VEGAS LEX*, *Debevoise & Plimpton LLP*, *JPMorgan Chase & Co*).

Информационную основу исследования составили статистические материалы Энергетической стратегии России до 2030 года, Международной Финансовой Корпорации, Европейского Банка Реконструкции и Развития, данные электронной информационно-аналитической системы *Bloomberg*.

Работа выполнена в соответствии с пунктами 3.20, 3.22 Паспорта специальностей научных работников ВАК (экономические науки) по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

Научная новизна исследования заключается в следующих основных результатах:

Во-первых, уточнено понятие «проектное финансирование» применительно к крупномасштабным инфраструктурным проектам, реализуемым на растущих рынках капитала, которое трактуется как союз многообразных участников, создаваемый для целей финансирования инвестиционного проекта. Новым элементом в рамках данной трактовки является привлечение международных финансовых институтов в качестве обязательной составляющей метода проектного финансирования.

Во-вторых, разработана авторская классификация рисков проектного финансирования. В основе предложенной классификации лежит критерий их различного

влияния на ключевые параметры реализации инвестиционного проекта.

В-третьих, автором предложена модификация механизма проектного финансирования на растущих рынках капитала, в том числе и в России. Суть этой модификации состоит во включении в комплексную схему финансирования инфраструктурных проектов такого нового инструментария, который в наилучшей степени обеспечивает инвесторам снижение повышенной рискованной нагрузки. Прежде всего, к этим современным инструментам относятся:

- «параллельный денежный поток»;
- инструменты мезанинного финансирования;
- реальные опционы.

Практическая значимость исследования состоит в следующем:

- Ряд выводов и рекомендаций, содержащихся в диссертации, могут представлять практический интерес для менеджмента российских промышленных корпораций. В частности, на основе разработанной автором *модифицированной схемы проектного финансирования* отечественные компании смогут решить текущие практические задачи, направленные на осуществление крупномасштабных инвестиций в строительство новых и модернизацию существующих производственных мощностей. *Реализация долгосрочных капиталоемких проектов в добывающих и инфраструктурных отраслях в рамках предложенной схемы финансового обеспечения будет иметь своим результатом увеличение стоимости для всех компаний, принимающих участие в сделке проектного финансирования.*
- Отдельные положения и рекомендации работы могут быть использованы в качестве методологических материалов при написании учебных пособий по курсам «Корпоративные финансы», «Инвестиционный анализ», «Управление проектными рисками».
- Предложенные рекомендации об использовании инструментов мезанинного финансирования могут привлечь внимание законодательных и регулятивных органов при выработке и подготовке ими законодательных и нормативных документов.

Апробация результатов работы.

Основные положения диссертационного исследования были изложены автором на XV Международной конференции студентов, аспирантов и молодых учёных «Ломоносов – 2008», проходившей в апреле 2008 года в МГУ им. М.В. Ломоносова; отражены в четырёх публикациях общим объёмом 3,11 п.л. В качестве эмпирического подтверждения

эффективности применения модифицированной схемы проектного финансирования автором был рассмотрен условный пример инвестиционного проекта строительства новых генерирующих мощностей на электростанции.

Структура работы.

Цели и задачи исследования, используемые методы анализа и состав источников информации предопределили структуру работы. Она состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы (библиографии), а также приложений. Объем работы составляет 140 страниц основного машинописного текста, включает 11 таблиц, 8 рисунков и 13 схем.

ВВЕДЕНИЕ

Глава I. Проектное финансирование как особый механизм реализации крупномасштабных инвестиционных проектов.

1.1. Проектное финансирование как экономическая категория.

- 1.1.1. Существующие подходы к определению понятия «проектное финансирование».
- 1.1.2. Авторская трактовка понятия «проектное финансирование».

1.2. Характеристики современного механизма проектного финансирования.

- 1.2.1. Принципы реализации проектов.
- 1.2.2. Типы проектного финансирования.
- 1.2.3. Особенности контрактных соглашений в рамках проектного финансирования.

1.3. Риск-анализ и риск-менеджмент в проектном финансировании.

- 1.3.1. Классификация проектных рисков.
- 1.3.2. Принципы управления рисками с учётом специфики проектной деятельности.
- 1.3.3. Методы и инструменты управления проектными рисками.

Глава II. Эволюционные аспекты проектного финансирования.

2.1. Мировой опыт проектного финансирования.

- 2.1.1. Эволюция механизмов финансирования проектов за рубежом.
- 2.1.2. Транспортные проекты в Великобритании.
- 2.1.3. Отечественная практика применения проектного финансирования на основе соглашений о разделе продукции (СРП).
- 2.1.4. Проектное финансирование в России: проект «Сахалин-2».

2.2. Роль международных финансовых институтов в проектном финансировании.

- 2.2.1. Международные финансовые институты как основные участники проектного финансирования.
- 2.2.2. Деятельность Мирового банка как участника проектного финансирования.
- 2.2.3. Применение проектного финансирования в деятельности ЕБРР.

Глава III. Модификация механизма проектного финансирования на развивающихся рынках.

3.1. Особенности проектного финансирования на растущих рынках капитала.

- 3.1.1. Основные факторы, влияющие на реализацию сделок проектного финансирования в развивающихся странах.
- 3.1.2. Специфика проектного финансирования на растущих рынках капитала (на примере проекта «Голубое Небо» в Индонезии).

3.2. Модифицированная схема проектного финансирования.

- 3.2.1. Ключевые элементы модификации механизма проектного финансирования.
- 3.2.2. Реализация инвестиционного проекта на основе применения модифицированной схемы проектного финансирования.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

ПРИЛОЖЕНИЯ

II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В **Первой главе** диссертации автор акцентировал внимание на уточнении понятия «проектное финансирование» и изучении особенностей применения данного способа финансирования инвестиционных проектов. Также в этом разделе работы автор исследует проектные риски: определяет основные их виды и выявляет методы и инструментарий их минимизации. На базе этого разработана классификация рисков в рамках проектного финансирования.

Проектное финансирование как способ финансового обеспечения инвестиционных проектов стало широко использоваться во второй половине XX века в развитых странах. Основным направлением применения проектного финансирования стало осуществление крупных международных проектов в нефтегазовой, электроэнергетической и инфраструктурной отраслях.

В настоящее время проектное финансирование рассматривается как один из наиболее эффективных способов применения современных финансовых инструментов и схем, позволяющих аккумулировать значительные финансовые ресурсы из разных источников и элиминировать риски инвестиционного проекта путём их перераспределения между его участниками.

Тем не менее, в работах как иностранных, так и отечественных авторов *не существует единого подхода к определению термина «проектное финансирование»*. Наличие большого количества различных трактовок понятия «проектное финансирование» обуславливается внутренней сложностью и комплексностью исследуемого в научной работе способа финансового обеспечения инвестиционных проектов. В диссертации анализируются различные варианты трактовок понятия «проектное финансирование». Как правило, зарубежными и отечественными авторами делается акцент на какой-либо одной специфической черте проектного финансирования, исходя из которой предлагается определять сам метод проектного финансирования в целом. Автор считает нецелесообразным использование подобного упрощенного подхода, поскольку это может привести к неверной интерпретации метода проектного финансирования, подразумевающего применение *комплексного* инструментария в рамках организации финансирования инвестиционных проектов.

Фундаментальное несовпадение понятий «проектное финансирование» и «управление проектами» выражается в системе распределения доходности и рисков между ключевыми участниками инвестиционного процесса: инициаторами проекта (спонсорами) и кредиторами. По сути, проектное финансирование предполагает, что в случае отклонения финансовых и операционных показателей проекта от заданных

параметров, собственниками компании специального назначения (KCH/SPV), а фактически – всего инвестиционного проекта, - становятся кредиторы. Таким образом, кластер рисков для проектов, реализуемых с помощью проектного финансирования, формируется в области взаимоотношений между ключевыми участниками инвестиционного процесса.

С учётом вышесказанного автор предлагает определять проектное финансирование как экономическую категорию, которая складывается как союз участников для организации финансирования инвестиционного проекта. В целом авторская трактовка метода проектного финансирования применительно к крупномасштабным инфраструктурным проектам, реализуемым на растущих рынках капитала, выглядит следующим образом.

***Проектное финансирование** представляет собой такой способ организации долгосрочного финансирования крупномасштабного инвестиционного проекта, при котором для реализации данного проекта его инициаторами создается новая юридически обособленная компания – проектная компания (SPV). При этом максимально формализуются будущие, генерируемые такой компанией денежные потоки, которые являются основным обеспечением для обслуживания и возврата привлеченных SPV средств, а распределение рисков проекта осуществляется между сторонами, вовлеченными в процесс его реализации и в наибольшей степени готовых к покрытию того или иного риска, с активным привлечением международных финансовых институтов.*

При этом под механизмом проектного финансирования понимается комплексная система взаимодействия основных участников инвестиционного проекта, а также принципы структурирования схемы финансирования проекта.

При проектном финансировании кредитор несёт повышенные риски, т.к. он выдаёт необеспеченный или не в полной мере обеспеченный кредит. Погашение предоставленных заёмных средств предполагается осуществлять за счёт будущих денежных потоков, образующихся в ходе эксплуатации объекта инвестиционной деятельности. В рамках исследования автор акцентировал внимание на следующих ключевых отличительных чертах проектного финансирования в сравнении с другими технологиями финансирования, которые будут влиять на систему управления рисками:

- возможность привлечения объёмов инвестиционных ресурсов существенно превышающих наличные активы соискателя инвестиций;
- возможность минимизации проектных рисков для участников за счёт их распределения между ними, формализованного посредством заключения

юридически обязывающих соглашений;

- отсутствие жёстких требований к финансовому состоянию компании-заёмщика, в чьей роли выступает компания специального назначения (КСН/SPV), которая создаётся для реализации проекта;
- минимизация страновых рисков (в частности, за счёт создания управляющей компании в стране происхождения капитала, а проектного общества, как 100% ДЗО³ управляющей компании, - в стране реализации проекта);
- возможность применения практики «процентных каникул» (отсрочка выплат по основному долгу и процентам на несколько лет) и/или введения моратория на обслуживание интересов инвесторов и возврата основного долга на время освоения капитальных затрат и вывода производства на проектную мощность. Это позволяет более эффективно управлять кредитным риском.

На основе предыдущего анализа можно сделать вывод, что исключительно механизм проектного финансирования одновременно обладает всеми описанными выше чертами, которые позволяют обеспечить финансирование крупномасштабных инвестиционных проектов стоимостью в десятки миллиардов рублей.

Кроме того, автор выделил следующие особенности проектного финансирования в сравнении с долговым финансированием в виде синдицированного кредитования, которые определяют специфику механизма управления рисками в рамках проектного финансирования, а именно: расширенный состав участников экономических взаимоотношений и наличие разветвлённой системы договорных отношений.

При классическом долговом финансировании круг задействованных лиц заметно уже, чем при проектом финансировании. Например, при банковском кредитовании промышленных предприятий покупатели конечной продукции и поставщики производственных ресурсов не являются заинтересованными сторонами сделки. Перечень возможных участников проектного финансирования и их роль в проекте показаны в Таблице 1.

Таблица 1.

Основные участники проектного финансирования	
Участники	Роль в проекте
Спонсоры проекта	Компании и физические лица, непосредственно заинтересованные в результатах проекта. Они продвигают проект, согласовывают различные вопросы, получают соответствующие разрешения.
Поставщики и подрядчики	Компании, имеющие договорные обязательства поставлять товары и услуги, связанные с данным проектом.
Покупатели	Во многих проектах продукция не поступает на открытый рынок. В этом случае проектная компания заранее заключает долгосрочный контракт с отдельным

³ ДЗО – дочернее зависимое общество.

	покупателем или группой потребителей на покупку определённого количества произведённой продукции.
Правительство страны, в которой осуществляется проект	Выдача необходимых разрешительных документов, закупки, участие в качестве акционера, спонсора проекта, предоставление определённых гарантий.
Управляющие проектом	Команда менеджеров, отвечающих за осуществление проекта. Ключевое звено сделки по проектному финансированию.
Долговые финансисты	Структуры, которые предоставляют проектной компании ресурсы в долг на оговорённый период времени и на заранее согласованных условиях.
Консультанты и советники	Специализированные компании и физические лица, компетентные в различных аспектах осуществления проекта.

Таким образом, чтобы проект состоялся, необходимо достижение баланса интересов всех потенциальных участников проекта, которые 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. Нарушение контрактных обязательств одного из участников может привести к «эффекту домино» и к существенным ущербам для остальных участников проекта, а в итоге – и к невозможности реализации проекта в целом. Именно поэтому *важнейшим условием эффективного осуществления проекта и применимости проектного финансирования является наличие в стране действенной системы контрактного права, развитых институтов гражданско-правовых отношений, эффективно защищающих интересы всех сторон и правоотношения, возникшие в ходе проектного финансирования.*

В отличие от обычного кредитования, где заёмщиком является действующая компания, а обеспечением кредита – ее существующие 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. Определяющим будет являться обоснование устойчивости экономики самого предлагаемого проекта. Таким образом, поскольку это обоснование носит вероятностный характер, *на первый план выходят риски осуществления проекта, причём риски для всех его участников.*

В заключительной части главы автор предпринял попытку, исходя из проведённого анализа специфических черт проектного финансирования, классифицировать проектные риски. Составление карты рисков для проектного финансирования является начальным этапом управления проектными рисками путём их идентификации.

Существуют различные системы классификации проектных рисков – в зависимости от выбора критерия. Во-первых, классификация по фазам и этапам проектной деятельности: риски на предынвестиционной фазе, инвестиционной (строительной) фазе, операционной (производственной) фазе. Во-вторых, классификация по критерию

возможности /невозможности для участников проектной деятельности влиять на факторы риска. С этой точки зрения риски можно разделить на эндогенные и экзогенные. В-третьих, классификация с точки зрения возможности защиты от рисков: страхуемые и нестрахуемые риски. Первые, в свою очередь, могут разделяться на риски, покрываемые за счёт: 1) гарантий; 2) страхования; 3) резервных фондов.

В рамках проектного финансирования автор предлагает классифицировать риски на основе критерия их влияния на ключевые параметры реализации инвестиционного проекта, такие как:

- формирование и движение денежных потоков в рамках реализации проекта;
- технико-технологические показатели производственной деятельности в рамках реализации проекта;
- общие аспекты ведения бизнеса компанией специального назначения, как коммерческой организации и хозяйствующего субъекта.

Исходя из принятого нами метода классификации, при анализе рисков в рамках проектного финансирования можно выделить четыре основные категории рисков:

- I. Финансовые риски – вероятность денежных потерь в связи с тем, что потоки наличности в рамках реализации проекта окажутся недостаточными для выполнения финансовых обязательств участниками проектного финансирования.
- II. Операционные риски – риски прямого или косвенного ущерба проектной деятельности в результате наступления неблагоприятных событий, связанных с производственной деятельностью.
- III. Общеэкономические риски – риски в рамках проектного финансирования, которые относятся к общим аспектам ведения проектной деятельности компанией специального назначения, как коммерческой организации и хозяйствующего субъекта.
- IV. Риск форс-мажора - риск непреодолимой силы, который включает в себя такие природные явления, как землетрясения, пожары, наводнения, ураганы, цунами и др.

Указанные категории рисков взаимосвязаны и имеют области пересечения информационных потоков, особенно на уровне анализа отдельных рисков, однако в целом они имеют разную природу возникновения рисков, а, следовательно, имеют разную стратегию в области управления.

Несмотря на большой спектр различных рисков, с которыми сталкиваются участники проектного финансирования, можно выделить группы рисков, которые характерны для

большинства проектов. В зависимости от специфики проекта, реализуемого на базе применения механизма проектного финансирования, существенность той или иной группы рисков будет меняться, но состав рисков будет схожим.

Ниже приводится таблица, содержащая основные риски проектной деятельности, сгруппированные на основе предложенной классификации, а также возможные способы их минимизации. Более детально риски проектного финансирования и методы их снижения отражены автором в соответствующем разделе первой главы работы.

Таблица 2.

Риски при осуществлении проектного финансирования и некоторые методы их элиминирования			
Категория рисков	Группы рисков	Примеры	Методы снижения рисков
Финансовые риски	<ol style="list-style-type: none"> 1. Кредитный риск 2. Риск ликвидности 3. Рыночный риск: <ul style="list-style-type: none"> – ценовой риск; – процентный риск; – валютный риск 	Непогашение или неполное погашение обязательств перед кредиторами; изменение цен на проектную продукцию / основное сырьё; рост процентных ставок; изменение валютного курса	<ul style="list-style-type: none"> – страхование ценовых рисков (хеджирование); – страхование валютных рисков (хеджирование); – долгосрочные договоры снабжения; – заключение долгосрочных контрактов на поставку проектной продукции и др.
Операционные риски	<ol style="list-style-type: none"> 1. Производственные риски; 2. Экологические риски; 3. Транспортные риски; 4. Управленческие риски 	Перерыв в производственной деятельности; задержка ввода объекта в эксплуатацию; повреждение/утрата груза в процессе транспортировки; закрытие производства по экологическим причинам; недостаточная квалификация управленческого персонала	<ul style="list-style-type: none"> – применение апробированной технологии; – штрафные санкции подрядчикам; – проведение дополнительной технической экспертизы; – создание резервного фонда; – предоставление гарантий, страхование перебоев в производстве и др.; – согласование с кредиторами штата управляющего персонала и др.
Общэкономические риски	<ol style="list-style-type: none"> 1. Стратегические риски; 2. Правовые риски; 3. Риск дефолта; 4. Страновые риски; 5. Налоговый риск 	Слияния и поглощения; юридическое обеспечение контрактов; неисполнение договоров на поставку проектной продукции и/или производственных ресурсов; экспортно-импортные ограничения, национализация, изменение законодательства; неблагоприятные изменения в налоговом законодательстве	<ul style="list-style-type: none"> – государственные гарантии; – проектные накопительные (эскроу) счета за границей; – страхование экспортно-импортными агентствами; – создание совместных предприятий (СП); – структурирование юридически обязывающих соглашений с использованием иностранного права (английское и т.п.) и др.
	Риск форс-мажора	Наступление стихийных бедствий (землетрясения, наводнения и пр.)	– страхование

Для построения эффективной системы управления рисками в рамках проектного

финансирования важно не только их классифицировать и построить карту рисков, но и выработать метод и инструментарий, в наилучшей степени позволяющий минимизировать выявленные риски. При этом необходимо обратить внимание на такие особенности проектной деятельности, как а) множественность участников; б) значительная растянутость во времени; в) сложный (комбинированный) характер – проектная деятельность как сочетание более простых форм деятельности: научно-технической, коммерческой, финансовой, строительной, производственной и др.; г) интернациональный характер (во многих случаях).

Анализ рисков имеет место на прединвестиционной фазе. В то же время объектом этого анализа являются риски на инвестиционной и на производственной фазах, а также на фазе закрытия проекта. Отдалённость во времени этих фаз от момента проведения анализа (несколько лет или даже десятилетий) означает, что:

- некоторые риски могут быть вообще не учтены на этапе идентификации;
- оценка некоторых рисков может оказаться неточной в силу изменений внешних условий реализации проекта.

Выявленные особенности проектной деятельности позволили автору сформулировать следующий вывод: ***анализ рисков проектной деятельности должен быть не отдельным этапом управления рисками проектной деятельности, а его постоянной функцией, присутствующей на всех фазах и этапах проектного цикла.***

Практика риск-менеджмента в западных компаниях и банках, имеющих богатый опыт в области проектного финансирования, показывает, что *условием эффективного управления проектами является глубокая интеграция риск-менеджмента в систему такого управления.* Риск-менеджмент в «пассивном», «неинтегрированном» варианте на прединвестиционной фазе предполагает только выполнение функции анализа рисков при заданном проекте. Риск-менеджмент в «активном», «интегрированном» варианте предусматривает не только анализ рисков предложенного проекта, но и выполнение функции по корректировке системы управления рисками с целью снижения их критического влияния на проект.

В целом по итогам первой главы работы автором было сделано заключение, что риски при осуществлении долгосрочных капиталоемких инвестиций настолько велики, что ни одна корпорация в мире и никакой финансовый институт не в состоянии принять их на себя в одиночку. Государственное финансирование также не может рассматриваться в качестве альтернативы, в связи с ограниченностью бюджета и необходимостью одновременной реализации большого количества дорогостоящих проектов в добывающих и инфраструктурных отраслях. Эффективным механизмом по

распределению рисков нагрузки в рамках проектной деятельности может выступать проектное финансирование. Также автором была разработана классификация рисков в рамках проектного финансирования на основе критерия их влияния на ключевые параметры реализации инвестиционного проекта.

Вторая глава диссертации посвящена исследованию процесса эволюции проектного финансирования как способа финансового обеспечения инвестиционных проектов. Изучение основных эволюционных аспектов проектного финансирования позволило автору выявить основные направления развития проектного финансирования: 1) появление новых участников и 2) рост заинтересованности западных инвесторов в реализации проектов при помощи метода проектного финансирования в новом сегменте мирового хозяйства – на растущих рынках капитала.

В работе автором детально изучается эволюция доминирующих схем организации финансирования нефтяных инвестиционных проектов в развивающихся странах, которая отражает переход от корпоративного и бюджетного финансирования к проектному финансированию. Эти изменения в значительной степени отражают эволюцию структуры мирового нефтяного рынка, соответствуя базовым стадиям его развития. Автор выделяет три основных этапа развития механизмов финансирования инвестиционных проектов в нефтегазовом комплексе (НГК) за рубежом по доминирующему способу финансирования (внутрикорпоративное – бюджетное – долговое):

- 1) Этап корпоративного финансирования за счёт средств международных нефтяных компаний (МНК). Этот период относится к 1950 – 70 гг., когда мировой рынок нефти характеризовался стабильно умеренными ценами и добычу в развивающихся странах осуществляли крупные западные компании в лице филиалов.
- 2) Второй этап, характеризующийся переходом к активному привлечению финансирования со стороны государства, относится к периоду времени после нефтяного кризиса 1973г. и до начала 80-х годов, когда цены на нефть резко выросли. На данном этапе «бюджетного финансирования» правительства стран-импортёров инициировали интенсивное развитие собственной добычи углеводородов с целью обеспечения энергетической безопасности.
- 3) Наконец, после обвала цен на нефть в 1986г. и перехода ведущих западных экономик к функционированию на принципах неоллиберализма наступил третий этап развития с применением схем проектного финансирования.

В конце XX – первом десятилетии XXI века получила широкое распространение так называемая «классическая» схема проектного финансирования, ключевыми характеристиками которой являются:

- привлечение широкого круга участников в рамках проекта: инициатор (спонсор) проекта, кредиторы (коммерческие банки, банковские консорциумы), страховые компании и др.;
- обособление проекта от остальной деятельности компании и создание специальной организации по управлению проектом – компании специального назначения;
- заключение долгосрочных договоров на поставку проектной продукции и/или ресурсов, необходимых для реализации проекта.

В результате эволюции механизмов финансирования нефтяных инвестиционных проектов за рубежом произошёл переход от принципов внутрикорпоративного и бюджетного финансирования к методу проектного финансирования. Это привело к значительному усложнению схем финансирования инвестиционных проектов в структурообразующих отраслях, увеличению количества участников, а также к широкому применению всего спектра доступных финансовых инструментов.

Далее автор проводит сравнительный анализ мирового опыта проектного финансирования в развитых и развивающихся странах (транспортные проекты строительства мостов в Великобритании с использованием концессионных соглашений, проект «Зеравшан» по добыче золота в Узбекистане, проект «Сахалин-2» в России на основе соглашения о разделе продукции).

На основе анализа приведённых примеров можно заключить, что происходит совершенствование механизма проектного финансирования за счёт расширения состава участников и внедрения новых элементов, призванных элиминировать повышенные риски финансирования подобных проектов. В частности для минимизации проектных рисков, в том числе и политических, в рамках структурирования сделок в странах с развивающейся экономикой применяются следующие подходы:

- ✓ привлечение в проект в качестве спонсора государства;
- ✓ использование счетов-эскроу при управлении движением денежных потоков;
- ✓ активное участие в проекте международных финансовых институтов.

Если сроки предоставления заёмного финансирования (как правило, в виде синдицированного кредита) со стороны частных кредиторов оказываются недостаточными для полной реализации проекта, приходится либо адаптировать схему и

структуру финансирования, либо воспользоваться услугами известных международных и региональных кредитно-финансовых учреждений, а также льготными условиями крупнейших национальных агентств по экспортно-импортному кредитованию.

Как правило, эти наднациональные кредитно-финансовые учреждения и национальные агентства кредитования экспорта и импорта (международные финансовые институты – МФИ) покрывают «длинный конец» финансирования с помощью гарантий рефинансирования или других финансовых инструментов. В результате, происходит усложнение механизма проектного финансирования посредством включения в него такого нового элемента как МФИ. Участие последних в проекте влечёт за собой внедрение и тиражирование современных стандартов предоставления долгового финансирования, а также обеспечивает снижение рисковой нагрузки в целом по проекту, и прежде всего страновых рисков. Наиболее известными и крупными международными кредитно-финансовыми учреждениями являются: Группа Всемирного банка; Экспортно-импортный банк США; Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) и др.

Изучив практику привлечения МФИ и их ключевые функции в рамках реализации инвестиционных проектов, автором была определена роль международных финансовых институтов в становлении и развитии проектного финансирования, которая сводится к трем основным аспектам:

1. Отработка этими институтами новых схем проектного финансирования, которые в дальнейшем могут тиражироваться и использоваться коммерческими банками и другими частными кредитно-финансовыми структурами.
2. Выполнение роли организаторов финансирования проектов на основе механизма проектного финансирования.
3. Финансовое участие в проектах в случаях, когда организаторами финансирования выступают иные (нежели МФИ) структуры.

Таким образом, участие в проектах международных финансовых институтов наряду с прочими объективными предпосылками способствовало распространению применения проектного финансирования в новом и перспективном с точки зрения темпов экономического роста сегменте мирового хозяйства – в развивающихся странах.

В **Третьей главе** диссертации автор исследует особенности реализации проектов на основе метода проектного финансирования на растущих рынках капитала. Риски инвестирования в странах с развивающейся экономикой всё ещё остаются высокими. Именно это обстоятельство является одной из главных причин целесообразности и

необходимости применения на растущих рынках капитала механизма проектного финансирования, который обладает необходимым внутренним потенциалом для их минимизации за счёт трансформирования классических схем реализации инвестиционных проектов.

На сегодняшний день говорить о сколько-нибудь заметном развитии проектного финансирования в странах с развивающейся экономикой, в том числе и в России, пока не приходится. Препятствием для полномасштабного воспроизведения такой схемы на растущих рынках капитала служит неразвитость законодательства и высокий уровень недоверия участников проекта друг к другу. Другой причиной, тормозящей расширение практики применения проектного финансирования, является отсутствие в достаточном количестве высококвалифицированных менеджеров в том смысле, что недопустимо использование проектного финансирования в тех случаях, когда в качестве объекта финансирования выступает текущая деятельность предприятия. К тому же из-за высоких сопутствующих расходов существует некая точка минимального объёма сделки, ниже которой опускаться нет смысла. Проанализировав статистику реализации проектов в нефтегазовом комплексе и электроэнергетике с участием международных финансовых институтов (МФК и ЕБРР)⁴, можно сделать вывод о том, что минимальный размер привлекаемого финансирования через механизм проектного финансирования составляет не менее нескольких десятков млн. долл. США. В среднем по топливно-энергетическому комплексу общая стоимость проектов, при финансировании которых применяется метод проектного финансирования, составляет не менее 200 – 300 млн. долл. США. Нельзя также сбрасывать со счетов фактор неустойчивости общей экономической ситуации в мире. Если в промышленно развитых странах в расчёты финансово-коммерческой эффективности проектов принято закладывать возможное отклонение основных показателей в худшую сторону в размере 5 – 10%, то в условиях развивающихся экономик необходимы допущения в размере не менее 20 – 30%. А это дополнительные затраты, связанные с резервированием средств для покрытия непредвиденных издержек.

С учётом проведённого в работе исследования основных характерных черт крупномасштабных инвестиций и специфики их осуществления в развивающихся странах, а также изучив основные инструменты уменьшения рисков, возникающих в ходе реализации проектов, автор определил основные элементы модификации механизма проектного финансирования. Они необходимы для успешного осуществления капиталоемких проектов с применением инструментария проектного финансирования на

⁴ [http://www.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/\\$\\$Search?openform](http://www.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/$$Search?openform)
<http://www.ebrd.com/saf/search.html?type=project>

растущих рынках капитала:

- активное использование страхования и гарантий;
- применение зарубежного права;
- трастовая схема управления движением денежных потоков (привлечение трастовой компании и/или использование счетов-эскроу);
- «параллельный денежный поток»;
- инструменты мезанинного финансирования;
- участие в проекте государства (напрямую или в лице государственных компаний) и международных финансовых институтов (МФИ);
- реальные опционы.

В диссертации автором обосновывается необходимость использования механизма проектного финансирования для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов. При этом с учётом повышенной рискованной нагрузки на растущих рынках капитала предлагается модернизировать данный механизм через системное внедрение «новых» элементов (согласно описанию, представленному ниже по тексту).

Некоторые из представленных ключевых элементов модификации механизма проектного финансирования на растущих рынках капитала применялись ранее отдельно друг от друга (на сепаратной основе). Например, «параллельный денежный поток» – в рамках проекта «Голубое небо» по модернизации 2 НПЗ в Индонезии или использование счетов-эскроу в рамках проекта «Зеравшан» по добыче золота в Узбекистане. Другие элементы предлагается задействовать впервые – инструменты мезанинного финансирования и реальные опционы. В любом случае объективная внутренняя структурная сложность самого метода проектного финансирования с учётом специфики внешних условий (повышенная рискованная нагрузка на растущих рынках капитала) обуславливает необходимость одновременного и комплексного применения всех указанных ключевых элементов модификации механизма проектного финансирования для достижения запланированных результатов и получения положительной чистой приведенной стоимости при реализации инвестиционного проекта. Комплексное применение указанных выше элементов позволит обеспечить привлечение финансирования в необходимых объёмах для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов стоимостью в десятки и сотни миллиардов рублей.

Автор предлагает ввести следующую градацию элементов модификации механизма проектного финансирования исходя из новизны их применения. «Элементы 1-го уровня» - это классические инструменты снижения рискованной нагрузки, которые применяются на практике при использовании механизма проектного финансирования уже достаточно

долгий период времени. К ним относятся:

- участие в проекте государства напрямую или в лице государственной компании;
- использование счетов-эскроу / привлечение трастовой компании;
- применение зарубежного права;
- участие в проекте международных финансовых институтов;
- страхование и гарантии.

Принципиально другой категорией являются «Элементы 2-го уровня» («новые» элементы) – это такие инструменты минимизации рисков в рамках проектного финансирования, которые ранее никогда не применялись или применялись в ограниченных случаях на сепаратной основе (*stand-alone basis*). К ним относятся:

- «параллельный денежный поток»;
- инструменты мезанинного финансирования;
- реальные опционы.

При этом одновременное включение в механизм проектного финансирования элементов обеих категорий может привести к получению дополнительного синергетического эффекта по снижению совокупной повышенной (что является следствием реализации проекта на растущих рынках капитала) рискованной нагрузки. Экономический эффект будет выражаться в увеличении чистой приведённой стоимости проекта для инвесторов за счёт снижения стоимости финансирования, прежде всего процентных ставок по кредитам (в заключительном разделе работы рассматривается условный пример реализации инвестиционного проекта в электроэнергетике на основе применения модифицированной схемы проектного финансирования).

Отдельного внимания заслуживает так называемый **«двойной/параллельный денежный поток»**. Имеется в виду следующее: как правило, основным источником обслуживания долга и процентов по нему при применении механизма проектного финансирования выступают денежные потоки, которые генерируются компанией специального назначения (KCH/SPV) в рамках реализации проекта. Указанные денежные потоки возникают в результате оплаты поставок проектной продукции по долгосрочным контрактам. Но данные поставки начинаются только по прошествии нескольких лет, когда производство выйдет на проектную мощность. В условиях растущих рынков капитала с учётом низкого уровня доверия со стороны зарубежных партнёров к прогнозируемым денежным потокам национальные компании-инициаторы испытывают проблемы с привлечением долгосрочного заёмного финансирования по приемлемой цене. Выходом из данной ситуации, по мнению автора, является заключение контрактов на поставку

продукции (например, углеводов или электроэнергии) с уже существующих производственных мощностей спонсора, несвязанных напрямую с проектной деятельностью. Выручка по данным контрактам будет выступать в качестве источника погашения задолженности до тех пор, пока проектная компания не выйдет на необходимый для обслуживания долга уровень производства.

Инновацией финансового структурирования является применение в рамках модификации механизма проектного финансирования *инструментов мезанинного финансирования*.⁵ В данном случае речь идёт о конвертируемых облигациях. В условиях развивающихся стран представляется целесообразным дополнить параметры эмиссии долговых ценных бумаг опцией их конвертации в акции, при нарушении заёмщиком условий погашения.

Если реализуемый проект имеет стратегическое значение для государства (разработка нового месторождения полезных ископаемых или строительство электростанции), то в качестве целевого приобретателя конвертируемых облигаций, выпускаемых компанией специального назначения, логично видится соответствующая государственная структура. Это может быть государственный инфраструктурный финансовый институт (ГИФИ)⁶ или какой-либо специализированный государственный отраслевой инвестиционный фонд. Привлечение относительно «дешёвого» долгового финансирования со стороны государства позволит усилить экономику проекта, а наличие опции конвертации облигаций в акции, предполагающей вхождение государства напрямую в капитал проектной компании, является дополнительной гарантией того, что проект будет в любом случае завершён в связи с его стратегическим значением для страны реализации.

Таким образом, будет достигаться двойной положительный эффект. Во-первых, всё так же будет осуществляться целевое привлечение денежных средств. Во-вторых, в случае наступления дефолта по облигационному выпуску инвестор, который приобрёл данные облигации, получит в собственность акции компании специального назначения, а не «проблемную задолженность» на своём балансе.

Наконец, в условиях растущих рынков капитала для повышения привлекательности

⁵ Мезанинное финансирование – использование финансовых инструментов, имеющих характеристики, как долга, так и акционерного капитала. Обычно мезанинное финансирование представляет собой комбинацию инструмента субординированного долга с варрантами на приобретение пакета акций. Мезанинное финансирование обеспечивает инвестору возможность возместить инвестированные средства за несколько лет. - *Экономика и финансы. Словарь от Глоссарий.ру – www.glossary.ru*

⁶ Под государственным инфраструктурным финансовым институтом (ГИФИ) автор подразумевает кредитно-финансовое учреждение, контролируемое государством, приоритетным направлением деятельности которого является предоставление финансирования для реализации крупных инвестиционных проектов в промышленности и инфраструктурных отраслях.

проекта для инвесторов автор считает целесообразным интегрировать в модифицированный механизм проектного финансирования *инструмент реальных опционов*. В литературе⁷ под реальным опционом подразумевается право, но не обязанность, принять какое-либо управленческое решение, относящееся к функционированию компании. В рамках проектного финансирования это может быть интерпретировано как принятие решения в отношении дальнейшего развития проекта, реализуемого компанией специального назначения. Наличие опционных контрактов в рамках механизма проектного финансирования предоставляет участникам проекта дополнительные возможности для принятия ключевых решений, а также способствует нивелированию рыночного риска, связанного с возможным изменением цены на проектную продукцию. В целом структура проекта приобретает более гибкие черты. Под *опционом* в диссертационной работе понимается особое контрактное соглашение с опциональным условием, целью включения которого в договор является или привлечение дополнительных источников акционерного финансирования, или закрепление дополнительного спроса на проектную продукцию в оговорённом размере и по определённой цене.

Таким образом, в рамках совершенствования механизма проектного финансирования предлагается использовать по сути два различных типа реальных опционов: 1) классический реальный опцион на хеджирование ценовых рисков, что позволяет инициатором проекта укрепить позиции проектной компании на целевом рынке сбыта; 2) реальный опцион на привлечение дополнительного акционерного финансирования. В условиях растущих рынков капитала одним из факторов привлечения долгового финансирования в достаточных объёмах в рамках проектного финансирования является наличие относительно высокой доли акционерного финансирования проекта.

На основе трансформации классического механизма проектного финансирования через системное внедрение новых ключевых элементов модификации, описанных выше, автором была разработана модифицированная схема проектного финансирования, ориентированная в первую очередь на национальные и международные корпорации, ведущие активную инвестиционную деятельность на растущих рынках капитала.

⁷ Лимитовский М.А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках: Учеб.-практич. пособие. – М.: Дело, 2004. – 528 с.

Antikarov, V., Copeland, T. Real Options: A Practitioner's Guide. W. W. Norton & Company, 2001

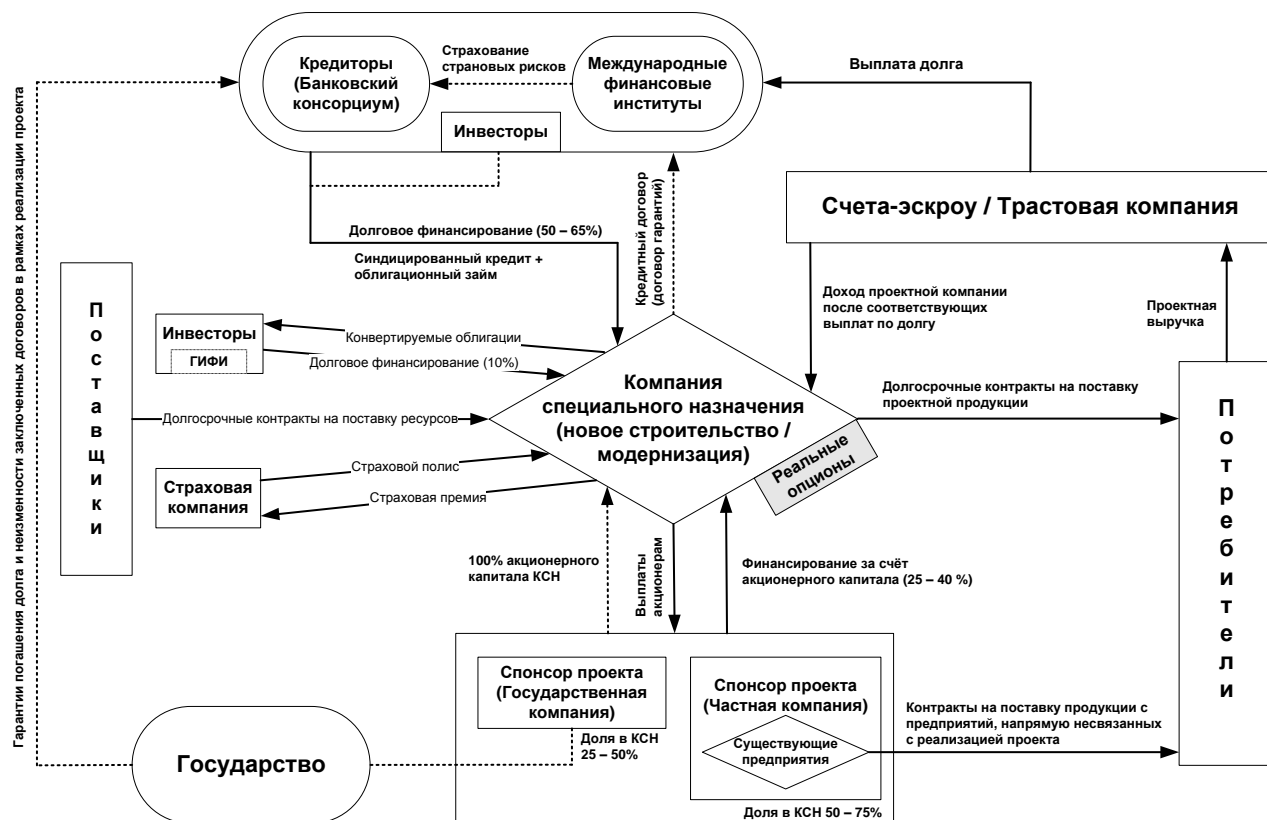


Схема №1. Модифицированная схема проектного финансирования.

Предложенная схема проектного финансирования предоставляет промышленным компаниям возможность эффективно (с точки зрения получения положительного NPV⁸ по проекту) инвестировать значительные объёмы денежных средств в развитие новых и модернизацию существующих производственных мощностей. Данный вариант модификации позволит расширить практику применения механизма проектного финансирования на растущих рынках капитала, поскольку заложенный в нём инструментарий обеспечивает комплексное управление рисками в рамках проектного финансирования с учётом специфики развивающихся стран. *Базовыми системными принципами взаимодействия* в рамках указанной схемы являются:

1. «Параллельный денежный поток», то есть денежный поток одновременно генерируется как в рамках самой проектной деятельности, так и в рамках деятельности непосредственно несвязанной с реализацией данного проекта⁹.
2. Привлечение трестовой компании (и/или использование счетов-эскроу), которая самостоятельно управляет денежными потоками, распределяя их между кредиторами, инвесторами и спонсорами проекта.
3. Диверсифицированный подход к источникам финансирования инвестиционного

⁸ NPV (Net Present Value) – чистая приведённая (дисконтированная) стоимость.

⁹ До момента выхода производства под управлением компании специального назначения на заявленную проектную мощность.

проекта – использование широкого набора финансовых инструментов:

- ✓ акционерное финансирование (дополнительная эмиссия акций компании специального назначения в пользу спонсоров в лице частной и/или государственной компаний);
 - ✓ долговое финансирование (банковское синдицированное кредитование и/или выпуск облигаций, в том числе еврооблигаций);
 - ✓ мезанинное финансирование (выпуск конвертируемых облигаций).
4. Участие государства в реализации проекта через долю госкомпании в уставном капитале компании специального назначения, а также осуществление мезанинного финансирования путём выпуска конвертируемых облигаций в пользу государственного инфраструктурного финансового института или специализированного государственного отраслевого инвестиционного фонда.
 5. Применение реальных опционов. Их наличие в рамках схемы проектного финансирования инициирует возникновение новых направлений и объёмов потоков денежных средств по проекту, что найдёт свое отражение в увеличении рентабельности сделанных инвестиций и стоимости бизнеса всех компаний-участников.
 6. «Тройной уровень защиты» интересов кредиторов.

Поскольку при осуществлении инвестиций с применением механизма проектного финансирования долг по-прежнему остаётся основным источником финансирования проекта, в том числе на растущих рынках капитала, в авторской модифицированной схеме проектного финансирования существует «тройной уровень защиты» интересов кредиторов. Имеется в виду следующее:

1. Участие в проекте международных финансовых институтов. МФИ осуществляют покрытие политических рисков, что позволяет коммерческим кредиторам и частным инвесторам не увеличивать значительно цену сделки.
2. Сложная система контрактных взаимоотношений, в центре которой находится компания специального назначения:
 - применение структуры заимствования с использованием трастовой схемы. Данный факт снижает кредитные риски, т.к. гарантируется приоритетность выплат по долговым обязательствам (включая процентные платежи);
 - долгосрочные контракты с потребителями проектной продукции и поставщиками ресурсов;
 - использование «параллельного денежного потока» и пр.

3. Привлечение в качестве спонсора государственной компании. Изначальное участие государства в распределении прибыли в рамках реализации проекта снижает политические риски и придаёт дополнительную стабильность проекту.

Комплексное применение элементов модификации механизма проектного финансирования с учётом их органической интеграции в классический механизм финансового обеспечения инвестиционных проектов будет являться прецедентом для инновационного проектного структурирования и финансирования на растущих рынках капитала.

В качестве условного примера¹⁰ применения модифицированной схемы проектного финансирования на практике автором в конце главы рассматривается инвестиционный проект строительства новых генерирующих мощностей (энергоблоков) на электростанции.

III. ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ И РЕЗУЛЬТАТЫ РАБОТЫ

I. Уточнено понятие «проектное финансирование». Автором были разделены и конкретизированы трактовки *метода* и *механизма* проектного финансирования.

II. Предложена авторская классификация рисков в рамках проектного финансирования. В основе приводимой классификации лежит критерий их различного влияния на ключевые параметры реализации инвестиционного проекта.

III. Доказана необходимость осуществления крупномасштабных инвестиционных проектов в добывающих и инфраструктурных отраслях на растущих рынках капитала с учётом отсутствия внутристрановых источников финансирования в достаточном объёме с использованием механизма проектного финансирования.

IV. Разработана модифицированная схема проектного финансирования.

По результатам исследования автором сделан вывод о том, что ***совершенствование механизма проектного финансирования на растущих рынках капитала заключается в разработке модифицированной схемы проектного финансирования***, которая позволит реализовывать долгосрочные капиталоемкие инвестиционные проекты в развивающихся странах в стратегически значимых отраслях экономики (инфраструктура, топливно-энергетический комплекс и др.). *Модернизационный эффект достигается путём трансформации классического механизма проектного финансирования через системное внедрение новых ключевых элементов*, таких как:

¹⁰ Пример построен на базе технико-экономических данных по реальному проекту строительства новых генерирующих мощностей на тепловой электростанции в одной из развивающихся стран.

- «параллельный денежный поток»;
- инструменты мезанинного финансирования;
- реальные опционы.

В результате дополнения стандартного набора инструментов элиминирования рисков в рамках механизма проектного финансирования за счёт интеграции указанных выше элементов, на выходе мы получаем *комплексный и структурированный механизм осуществления крупномасштабных проектов в условиях повышенной рискованной нагрузки*. Инновационный подход к совершенствованию механизма проектного финансирования в предложенной работе заключается в том, что впервые в него включаются такие новые элементы как инструменты мезанинного финансирования и реальные опционы.

Автор полагает, что для возобновления экономического роста в развивающихся странах (и прежде всего в России) после нынешнего спада, спровоцированного глобальным финансово-экономическим кризисом, необходимы мероприятия, направленные на модернизацию и строительство новых производственных мощностей, а также освоение и разработку новых месторождений полезных ископаемых. Для этих целей понадобятся крупномасштабные инвестиции. Одним из наиболее эффективных способов организации финансирования подобного рода долгосрочных капиталоемких проектов является проектное финансирование, востребованность которого многократно увеличится в ближайшее время. Таким образом, именно механизм проектного финансирования в целом и предложенная модифицированная схема проектного финансирования в частности имеют все перспективы для активного применения на практике крупными национальными и международными компаниями на растущих рынках капитала при реализации инвестиционных проектов в топливно-энергетическом комплексе, промышленности и инфраструктурных отраслях.

IV. ПЕРСПЕКТИВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Возможным направлением дальнейшего исследования является оценка синергетического эффекта включения в механизм проектного финансирования таких элементов как инструменты мезанинного финансирования и реальные опционы. Также продолжением темы исследования может служить адаптация разработанной модифицированной схемы проектного финансирования для конкретных развивающихся стран, например, в зависимости от географического региона их расположения и степени подверженности влиянию глобальных факторов (мировой финансово-экономический

кризис и т.п.); или разработка специализированных отраслевых схем проектного финансирования с учётом специфики производственных циклов, характерных для различных регионов мира.

V. ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

По теме диссертации опубликованы следующие работы:

В изданиях с грифом ВАК:

Сафронов Ю.С. Проектное финансирование как способ финансового обеспечения инвестиционных проектов // Управление проектами. – 2008. №4 (13). 0,77 п.л.

Сафронов Ю.С. Современные проблемы финансирования объектов инфраструктуры на примере топливно-энергетического комплекса страны // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом. – 2009. №2. 0,83 п.л.

Сафронов Ю.С. Государственные инфраструктурные финансовые институты на рынке России // Финансы и Бизнес. – 2009. №4. 0,81 п.л.

В других изданиях:

Сафронов Ю.С. Формирование целевой структуры капитала компании в условиях реорганизации холдинга // Экономика, Социология и Право. – 2008. №6. Июнь. 0,7 п.л.