ISSN 2311-8768 (Online)
ISSN 2073-4484 (Print)

Финансовые инструменты

ПЕРСПЕКТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ: СОВРЕМЕННЫЙ ВЗГЛЯД

Ирина Александровна ЕЗАНГИНА[a], Татьяна Викторовна ХМУРОВА[b,•]

[a] кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и финансов предприятий,
Волгоградский государственный технический университет, Волгоград, Российская Федерация
ezanginaia@rambler.ru

[b] студентка факультета экономики и управления,
Волгоградский государственный технический университет, Волгоград, Российская Федерация
tanya.kriushina@yandex.ru

[•] Ответственный автор

История статьи:
Принята 11.04.2016
Принята в доработанном виде 20.04.2016
Одобрена 28.04.2016

УДК 336.77.067.22
JEL: E44, G20, G21, L10, O16

Ключевые слова: проектное финансирование, банковский кредит, синдицированное кредитование, мезонинное финансирование, бридж-финансирование

Аннотация

Предмет. В настоящее время особую актуальность приобретают вопросы, связанные с расширением объемов финансирования инвестиционных проектов, которые характеризуются высоким уровнем социальной и инфраструктурной значимости для национальной экономики. В связи с этим возникает необходимость выявления, систематизации и исследования ряда факторов, оказывающих различное воздействие на динамику процессов в области финансирования инвестиционных проектов, а также анализа существующих финансовых инструментов.

Цели. Комплексно исследовать сущность проектного финансирования, его преимущества и недостатки, оценить степень внедрения и перспективность инструментов его реализации на российском рынке капитала.

Методология. Для проведения исследования были использованы общенаучные методы и приемы: методы научной абстракции, аналогии, анализа, синтеза и сравнения, системно-структурный подход к анализу предмета исследования.

Результаты. В исследовании обоснована необходимость диверсификации продуктового ряда финансовых институтов (банков, инвестиционных фондов) на основании развития новых форм проектного финансирования, в частности синдицированного, мезонинного, бридж-инструментария, которые позволят инвесторам использовать дополнительные рычаги для управления кредитным риском, а компаниям – получить необходимые ресурсы для реализации инновационно-инвестиционных проектов.

Выводы. Идентифицировано понятие «проектное финансирование», уточнена его специфика в современных условиях, связанная с обособленностью источника возврата вложенных средств (прибыли от реализации инвестиционного проекта) от финансовых результатов деятельности инициаторов проекта. Раскрыто содержание синдицированного кредитования, мезонинного и бридж-финансирования, определена их общность как перспективных инструментов реализации проектов. Доказано, что в современных условиях развивается множественность источников финансирования. Выявлена приоритетность банковских кредитных ресурсов. Систематизированы проблемы российского института проектного финансирования, обозначены направления его дальнейшего развития.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Современная российская экономика, несмотря на сложность экономико-политических условий, нуждается в инвестициях, что увеличивает значимость перманентного развития проектного финансирования.

В экономической литературе существует множество авторских определений данного экономического феномена. Так, авторы В.Ю. Катасонов и Д.С. Морозов характеризуют проектное финансирование с позиции объекта как способ мобилизации различных источников, комплексного использования многообразных методов финансирования инвестиционных проектов, оптимального распределения, связанных с реализацией проектов финансовых рисков. Напротив, В.С. Степанова трактует проектное финансирование с позиции субъектов как систему взаимосвязанных участников, основанную на принципе интегрированности. В качестве основного источника погашения задолженности и выплаты дохода в такой системе рассматриваются денежные потоки, генерируемые в результате реализации самого инвестиционного проекта, а активы проекта являются при кредитовании залогом [1, с. 372].

Кроме того, проектное финансирование в настоящее время признается важнейшим инструментом обеспечения денежными

средствами предприятий, лишенных собственных средств в необходимом объеме для реализации инвестиционных проектов. Спецификой такого инвестирования являются:

– распределение рисков между участниками проектов для оценки расходов и прибыли;

– реализация проекта с помощью специально созданного юридического лица;

– не ведение деятельности, не связанной с проектом;

– погашение обязательств осуществляется на этапе эксплуатации проекта из потока денежных средств, получаемого самим проектом.

В механизме проектного финансирования заняты различные участники (табл. 1).

Проектное финансирование является относительно новой финансовой дисциплиной, получившей за последние годы наиболее широкое распространение в различных странах мира. На российском рынке с середины 1990-х гг. актуализируется финансирование капиталоемких и крупномасштабных проектов в нефтегазовой отрасли. Наиболее известные проекты «Голубой поток», «Сахалин-2», проект по разработке Южно-Русского месторождения «Северный поток».

К 2008 г. реальный интерес к проектному финансированию проявило большинство крупных российских банков, реализующих базовую задачу расширения и диверсификации совокупного кредитного портфеля собственного бизнеса. Так, объектами вложений выступили проекты в области развития городской инфраструктуры (проект «Город столиц»), трубопроводной системы (трубопровод «Восточная Сибирь – Тихий океан»).

В настоящее время именно коммерческие банки заняты поиском инвестиционных проектов, их оценкой и отбором. Они выполняют работы по экономико-техническому обоснованию проекта, разрабатывают определенные схемы его финансирования, ведут предварительные переговоры с финансовыми учреждениями и фондами [2, с. 532]. В целях минимизации рисков банки детализируют финансируемый проект по следующим направлениям:

1) анализируют финансовое состояние компании, фактические и прогнозные показатели ее деятельности (без учета проекта);

2)осуществляют структурирование процесса финансирования (определяют дополнительных участников сделки, сверхлимитное обеспечение финансирования, залоговую массу, принимают ответственность за документальное оформление сделки);

3) внедряют разнообразные ролевые подходы в финансировании проектов (кредиторы, партнеры по бизнесу, инвесторы, целевые государственные кредиты, спонсоры). Следует отметить, что в Российской Федерации наиболее распространенный способ реализации проектного финансирования – это привлечение средств на условиях структурного финансирования (возврат кредита осуществляется за счет средств, генерируемых не только проектом, а также бизнесом в целом);

4) распределение рисков между участниками финансирования сделки:

   – на начальной стадии реализации проекта риски делятся между его инициаторами (кредит выдается под поручительства, внешние залоги, и т.д.). Далее обращается внимание на возможность снижения рисков у подрядчиков и поставщиков, и если в ходе реализации проекта возникают какие-либо отклонения, учитывается способность бенефициара увеличить свою долю в инвестировании проекта;

   – альтернативные методы распределения рисков (с правом полного регресса, частичного регресса или без права регресса) [3, с. 80].

Кредитная организация осуществляет полную компенсацию всех обязательств заемщика, поставляющего свою продукцию на экспорт. Если проект не способен приносить доход или генерирует незначительный доход, например в наукоемких отраслях, где риски особенно велики, то такой инвестиционный кредит будет считаться обеспеченным традиционным банковским кредитом и риски по нему несет учредитель проекта, заемщик.

Современное проектное финансирование в наибольшей степени используется при реализации инфраструктурных проектов в таких отраслях, как связь, транспорт, сфера услуг, пищевая, лесная и деревообрабатывающая промышленность (проекты ПАО Сбербанк – строительство транспортного терминала «Международный аэропорт «Внуково», создание сети мобильной связи ОАО «Дельта-Телеком», обновление национальной спутниковой группировки ФГУП «Космическая связь», строительство завода по производству ДСП ОАО «Карелия ДСП» и пр.). Кроме того, в отмеченных отраслях, чтобы реализовать проект, например в отрасли связи, можно начать с относительно небольших затрат.

В 2014–2016 гг. российские банки, будучи ориентированными на максимизацию собственного финансового результата, выражают готовность кредитовать проекты отраслей, пользующихся наибольшей поддержкой государства. В условиях пролонгированных санкций речь идет об импортозамещении в агропромышленном комплексе (АПК), машиностроении, обрабатывающей промышленности, химическом производстве. Проектное финансирование АПК представлено в массиве банковских продуктов ПАО Сбербанк, АО «Россельхозбанк». В конце 2015 г. банк ВТБ увеличил размер ранее установленного кредитно-документарного лимита компании «Радеж», в которую входит ООО «Овощевод» (выпуск продукции под торговой маркой «Ботаника»), до 3 млрд руб.

В перечень российских кредитных и международных финансовых организаций, отобранных для участия в программе поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории РФ на основе проектного финансирования, вошли 10 субъектов: ПАО Сбербанк, АО «Россельхозбанк», АО «Альфа-банк», Банк ВТБ (ПАО), ПАО «Промсвязьбанк», Банк ГПБ (АО), ОАО АКБ «Банк Москвы», ПАО Банк «ФК Открытие», Международный инвестиционный банк, Евразийский банк развития (ЕАБР).

Имея адресно-целевое направление и сопровождение немалыми рисками разработки и внедрения инновационных технологий и продуктов, проектное финансирование отличается от остальных инвестиционных форм. Так, по сравнению с традиционным банковским кредитованием, проектное финансирование не ведет к росту общей долговой нагрузки компании, не вменяет в обязанность залог в виде недвижимости т.п. В качестве залога может выступать только то имущество, которое относится к данному проекту, погашение кредита осуществляется за счет доходов, полученных в будущем от внедренного данного проекта. Средства, полученные для финансирования данного проекта нельзя использовать на другие цели компании.

С другой стороны, по сравнению с акционерной формой привлечения капиталов, проектное финансирование отличается тем, что возможность участников сделки влиять на реализацию проекта расширяется: последние имеют возможность не только владеть акциями и принимать участие в управлении компанией, но также управлять данным проектом.

Наконец, отличие проектного финансирования от владения облигациями заключается в том, что владелец ценных бумаг получает заранее обусловленный доход, но не может влиять на финансирование, управление проектом, на минимизацию рисков и т.д. [4, с. 27].

Преимуществами проектного финансирования являются [5]:

– возможность развития: расширение действующего бизнеса (диверсификация направлений деятельности);

– возможность привлечения ресурсов на более длительные сроки по сравнению со стандартным коммерческим кредитованием;

– индивидуальный подход к заемщику (структура сделки и условия ее финансирования зависят от особенностей конкретного проекта);

– наличие «льготного периода» до начала эксплуатационной фазы проекта и гибкий график погашения, зависящий от хода реализации проекта;

– возможность поэтапного вложения собственных средств в проект и использование в качестве

обеспечения активов, создаваемых (приобретаемых в ходе проекта);

– предоставление комплексного банковского обслуживания, в том числе консультирование при подготовке бизнес-плана проекта.

Недостатки проектного финансирования:

– соответствие довольно высоким требованиям качества проектов, прозрачности бизнеса, ниши клиента на рынке, а также доходов его операций;

– анализ банком денежных потоков клиента;

– наличие только обеспечения/залога недостаточно для получения проектного финансирования;

– внесение достаточно часто изменений в кредитную документацию, что опосредует необходимость изменения величины группы риска кредита и размера резервов на возможные потери по ссудам банка;

– довольно сложное получение долгосрочного финансирования проекта, если компания имеет небольшой опыт работы на рынке;

– наличие собственных свободных средств у клиента на случай форс-мажорных расходов;

– возможность размывания долей собственников компании и инициаторов проекта.

Основное преимущество финансирования проектов – возможность концентрации значительных денежных ресурсов для реализации определенной хозяйственной цели с существенным понижением риска посредством расширения количества участников соглашения. Действительно, при финансировании инвестиционных проектов современные банки используют широкий спектр стандартных кредитных продуктов и их разнообразные комбинации, при этом источником фондирования могут выступать как собственные средства банка, так и привлеченные на внешних рынках заимствования. В данном контексте среди кредитных продуктов, предоставляемых клиенту в рамках проектного финансирования, следует выделить:

– инвестиционный кредит (кредитная линия);

– коммерческий кредит (кредитная линия), предоставляемый в целях пополнения оборотных средств для формирования первоначального оборотного капитала;

– межбанковское связанное финансирование импортных поставок оборудования или услуг с участием экспортных кредитных (страховых) агентств стран-поставщиков;

– финансовый лизинг;

– торговое финансирование;

– синдицированное кредитование;

– мезонинное и бридж-финансирование [6, с. 63].

Синдицированный кредит – это крупный займ, выданный двумя и более банками одному заемщику в рамках одного кредитного договора. Синдикации сочетают преимущества публичного размещения и индивидуального подхода к параметрам и условиям привлечения кредитного продукта [7, с. 54]. Специфической чертой этого вида кредитования можно считать и то, что инвестиционный цикл, являясь компетенцией банковского консорциума, разделен на несколько этапов, связанных между собой. Выступая инструментом банковского фондирования, синдицированное кредитование позволяет не только удержать крупных клиентов, но и расширить доступ к рынку капитала, диверсифицировать базу финансируемых инвестиционных программ, укрепить репутацию на финансовом рынке, а также взаимное доверие в банковском сообществе. В свою очередь развитие рынка вторичной синдикации улучшает первоначальному кредитору структуру баланса, стимулирует рынок производных инструментов, для которого синдицированный кредит служит базовым активом, повышает ликвидность долговых обязательств и позволяет участвовать в новых кредитах.

Основную долю на рынке синдицированного кредитования занимают иностранные банки, предоставляющие финансовые ресурсы российским заемщикам в иностранной валюте (долларах и евро, хотя расчетный эквивалент всегда представлен в долларах США). Лидирующие позиции по итогам 2015 г. принадлежат пяти инвестиционным банкам:

Societe Generale, ING, Uni Credit Group, Deutsche Bank, JP Morgan. Пятерка лидеров представляет собой крупнейшие финансовые группы, имеющие бизнес-подразделения по всему миру. Наиболее распространена ситуация, когда российские банки являются соорганизаторами синдикаций, а ведущая роль в схеме совместного кредитования принадлежит иностранным банкам. Такая ситуация складывается как минимум по трем причинам:

– высокая капитализация иностранных агентов;

– многолетний опыт проведения операций в данном направлении;

– отличная репутация, привлекающая первоклассных заемщиков.

Среди российских банков в рейтинг ТОП-30 организаторов синдицированных кредитов в 2015 г. входят Сбербанк России (6-е место), ВТБ банк (10-е место), Черноморский Банк Торговли и Развития (12-е–14-е места).

В 2015 г. крупные объемы синдицированного кредита под проектное финансирование были предоставлены:

– судоходной компании ПАО «Совкомфлот» – финансирование строительства двух новых танкеров – газовозов сжиженного природного газа ледового класса (SCF Melampus и SCF Mitre), которые будут эксплуатироваться в рамках долгосрочных контрактов с концерном Shell;

– АО «ХК Металлоинвест» для финансирования закупки иностранного оборудования в рамках инвестиционного проекта ЦГБЖ-3 на Лебединском ГОКе; кредитные линии открыты под гарантии Экспортного кредитного агентства Австрии (OeKB) и Экспортного кредитного агентства Великобритании (UKEF);

– ПАО «ЛУКОЙЛ» для разработки газового месторождения Шах-Дениз в Азербайджане (получатель средств – LUKOIL OverseasShahDenizLtd) [8, с. 177].

Однако существует ряд факторов, усложняющих процесс согласования прав и обязанностей участников банковских синдикатов и препятствующих практике их развития как инструмента реализации принципов проектного финансирования в целом в России:

– сложность деления залога в виде целостного имущественного комплекса в случае невозврата кредита банкам. Действия по организации сделки синдицированного кредита и управлению залогом не определены в Федеральном законе от 02.12.1990 № 395-1 (ред. от 05.04.2016) «О банках и банковской деятельности» ни в качестве банковской операции, ни в качестве банковской сделки;

– трудность распределения рисков невозврата кредита между кредиторами;

– отсутствие стандартной кредитной документации;

– «клубный» характер взаимодействия, осуществляемый определенным кругом участников, в основном крупными частными и государственными банками, а также финансовыми институтами с иностранным капиталом [9, с. 30];

– рост процентных ставок и их высокая волатильность. В качестве базовых процентных ставок для рублевых кредитов используется ставка MOSPRIME, для долларовых кредитов – ставка LIBOR, для евро – ставка EURIBOR. Доказательством изменчивости MOSPRIME, формируемой Национальной валютной ассоциацией на основе ставок предоставления рублевых кредитов (депозитов), объявляемых банками – ведущими участниками российского денежного рынка первоклассным финансовым организациям, являются ее значения за последние три года. Максимальный процент по MOSPRIME 6M наблюдался в декабре 2014 г. в размере 28,54%, против 7,29% в декабре 2013 г. По состоянию на 23.03.2016 процентная ставка составляла 12%.

В целях дальнейшего развития синдицированного кредитования актуализируется выработка общих подходов и правил его организации, в частности разработка типовой структуры и набора финансово-аналитической документации, необходимой для принятия решений об участии в синдицированном кредите. В настоящее время

Ассоциацией региональных банков России уже созданы:

– комитет по синдицированному кредитованию, в который вошли представители 25 кредитных организаций;

– юридическая экспертная группа для разработки правовой концепции стандартного договора синдицированного кредита по российскому праву, в которую вошли представители ведущих международных и российских юридических компаний (Allen & Overy, Baker & McKenzie, Clifford Chance, Dewey & Le Boeuf, DLA Piper, Freshfields Bruckhaus Deringer, Goltsblat BLP, Liniya Prava, Linklaters, PwC, White & Case) [10].

Опыт финансирования зарубежных компаний показал, что наряду с синдицированным кредитованием одним из эффективных альтернативных инструментов реализации проектного финансирования выступает мезонинный кредитный продукт.

Термин «мезонин» происходит от итальянского «mezzano» – «средний, промежуточный» «расположенный по центру», восходящего к греческому «мезос» – «средний». Мезонинный кредит представляет собой гибридный инструмент и занимает срединное положение между привлечением банковского кредита и прямыми инвестициями в компанию. Он является способом финансирования проектов, когда инвестор не входит в капитал компании, а представляет ресурсы для ее развития через долговые обязательства с одновременным приобретением опциона с правом приобретения акций заемщика в будущем по определенной заранее цене. Этот способ финансирования может привести к снижению рисков обеих сторон: долговые обязательства имеют более высокий приоритет в конкурсной очереди, что выгодно финансисту, а опционное соглашение позволяет заемщику в будущем рассчитаться с кредитором в удобной для него форме (выплата прибыли держателю опциона или размещение его пользу акций)[1].

Преимуществами мезонинного финансирования являются[2]:

– возможность получения финансирования при недостаточности обеспечения или несоответствии финансовым требованиям для привлечения стандартного банковского кредита, а также улучшения условий доступного банковского финансирования;

– меньшее размытие акционерного капитала и, как следствие, более низкая стоимость капитала для компании в целом, так как акционерный капитал является самым дорогим, что особенно актуально для компаний с высоким потенциалом роста;

– сохранение существующими собственниками контроля за компанией-заемщиком (интерес мезонинного инвестора сосредоточен не в заработке на максимальном удорожании акций объекта инвестирования, а в получении ожидаемого дохода на мезонинные инвестиции, поэтому он менее склонен к активному участию в управлении);

– возможность отсрочки выплаты существенной части дохода инвестора до момента полного погашения мезонинного долга и производства вычета расходов на привлечение и обслуживание мезонинного финансирования из налогооблагаемой прибыли (дохода) заемщика при надлежащем структурировании сделки.

Недостатки мезонинного финансирования:

– дороговизна и сложность оформления по сравнению с банковским финансированием из-за более высоких ставок и индивидуального структурирования каждой сделки;

– жесткие требования к управленческой команде, прозрачности и отчетности заемщика;

– ограниченная возможность досрочного выхода инвестора, особенно в случае финансирования малых и средних предприятий, без секьюритизации долга;

[1] *Соловьев А.А.* Мезонинное финансирование как перспективный метод инвестирования // Финансы и кредит. 2011. № 47. С. 30.

[2] *Петрикова Е.М.* Мезонинный кредит как альтернатива проектному финансированию инвестиционных проектов // Финансы и кредит. 2013. № 28. С. 41.

– несение всех рисков девелопера, рыночные риски.

В отличие от синдицированного кредитования мезонины предполагают более разнообразный круг источников финансирования, не ограниченный только банковскими институтами. В качестве мезонинного инвестора могут выступать хедж, пенсионные фонды, фонды частных инвестиций, страховые компании, а также банки, имеющие соответствующие департаменты. Так, в корпоративно-инвестиционном блоке Сбербанка (Sberbank CIB) функционирует Sberbank Merchant Banking (MB) – структурное подразделение, реализующее собственные стратегические инвестиции. При этом портфель MB включает инвестиции в ценные бумаги компаний инфраструктурной, строительной и нефтегазовой отраслей, а также аптечных сетей.

Специализированные фонды мезонинного финансирования в России представлены следующими известными компаниями: Hi Capital; Фонд мезонинного финансирования (ФМФ); FIRST ICG; Volga River Growth. В частности, ФМФ приоритетными секторами проектного финансирования объявляет:

– коммерцию (розничная торговля, электронная коммерция, непродовольственная розница, фармацевтика);

– производство FMCG (потребительские товары);

– сектор профессиональных услуг (B2B, B2C, финансовые услуги и технологии, спорт и развлечения, логистика, ИТ-решения);

– недвижимость (складская и коммерческая недвижимость, индустриальные парки);

– энергетика (нефтегазовый сектор, электроэнергетика, возобновляемые источники энергии) [11, с. 283].

Кроме того, на рынке мезонинного финансирования отмечено присутствие иностранных субъектов. Российский фонд прямых инвестиций и China Construction Bank Corporation участвуют в проекте создания фонда кредитования российских компаний банками Китая. Механизм предусматривает не прямые гарантии, а софинансирование сделок – участие в фондировании компании, получающей китайский кредит. При мезонинном финансировании заемщик выпускает два транша бумаг: первый – более надежный, второй – менее. Держатели первого транша (китайская сторона) несут пониженные риски, так как в случае дефолта или невыплаты купонного дохода заемщик расплачивается сначала с ними, а потом с держателями второго транша. Большие риски опосредуют больший доход, поэтому ставка по второму траншу выше.

Совместно с китайской финансовой группой CITIC планируется создание инвестиционного банка для вывода российских компаний в Гонконг и Шанхай.

Следует отметить, что известна позиция, противопоставляющая мезонинное и проектное финансирование. В доказательство этого подчеркивается, что погашение в рамках проектного финансирования осуществляется за счет денежных средств, генерируемых проектом, а в рамках мезонинного финансирования – с помощью средств, вырученных от реализации активов или акций компании, являющейся объектом инвестиций. Кроме того, заемные средства для проектов привлекаются через открытый рынок или в результате займа у пула кредиторов – мезонинное финансирование осуществляется только через финансовые инструменты, размещаемые напрямую по результатам переговоров между инвестором и заемщиком частным образом с использованием стратегии buy-and-hold (купить и держать).

Современное развитие рынка проектного финансирования таково, что один из его инструментов (мезонинное финансирование) может принимать форму бридж-финансирования. Под бридж-финансированием понимается разновидность краткосрочного кредитования, позволяющая предприятию оперативно и гарантированно получить необходимую сумму денежных средств под будущую сделку (реализацию следующего этапа работ), не приостанавливая свою деятельность или проект. Бридж-займы получают от уже сложившегося синдиката инвесторов, который финансировал компанию на предыдущих этапах. Кроме того, существуют особые венчурные фонды. Их

специализация – предоставление займа в форме бридж-финансирования. К помощи венчурных фондов компания может прибегнуть в тех случаях, когда прежние инвесторы не способны предоставить дополнительный капитал[3].

Главная особенность бридж-финансирования состоит в том, что оно непосредственно связано с будущей эмиссией ценных бумаг и по сроку ограничено датой размещения, то есть кредит погашается в момент получения компанией средств от публичной сделки. Период бридж-кредита не превышает 6–12 месяцев. Иными словами, если бы кредит предоставлялся на более долгий период, то это бы противоречило главной идее этой формы заемного финансирования. Такая схема финансирования позволяет обойти недостаток облигаций, то есть значительный период времени для подготовки и осуществления их выпуска. Кроме того, для успешных компаний принципы бридж-финансирования привлекательны тем, что использование заемных средств позволяет не дробить структуру акционерного капитала до определенного момента. Соответственно, потенциальный эмитент может оказаться в затруднительной ситуации, если к моменту наступления срока погашения бридж-финансирования размещение по каким-либо причинам не состоится.

Бридж-финансирование часто осуществляется в форме конвертируемых долговых нот, с помощью которых компания может достичь следующего этапа долгосрочного финансирования. Процентная ставка по нотам, как правило, является плавающей (*Ставка банковского кредита* + *Процент*), накапливается и выплачивается при их погашении. Если банки-кредиторы являются нерезидентами РФ, то традиционно за ставку банковского кредита принимается LIBOR [12, с. 208].

Сначала компании бридж-финансирования составляют предварительное соглашение (Term Sheet) между сторонами. Чаще всего условия сделки по бридж-финансированию остаются у заемщика и банка, поэтому информация не попадает в открытый доступ, все условия обсуждаются индивидуально.

В предварительном соглашении фиксируют базовые договоренности руководства компании и кредиторов, в том числе и об условиях конвертации бридж-нот в акции компании. Конвертация нот в акции происходит либо автоматически (при наступлении определенного события), либо по желанию держателей с дополнительной платой, причем со скидкой от цены. При формировании цены учитываются номинальная стоимость нот, а также накопившиеся к моменту конверсии проценты. По выбору инвесторов долговые ноты можно конвертировать и в будущие акции, эмиссия которых предполагается в следующем раунде финансирования.

В предварительном соглашении перечисляют содержание залогового обеспечения. При этом возможны как широкая формулировка (все имущество заемщика, включая ее интеллектуальную собственность), так и указание конкретных активов компании. В случае наступления даты погашения нот и отсутствия как средств, так и возможностей достичь новых договоренностей с кредиторами, заемщик может быть лишен права собственности на предмет залога.

В таком случае привлечение бридж-финансирования позволяет компании:

– приступить к реализации стратегии развития, не дожидаясь закрытия сделки по частному размещению или размещению облигационного займа;

– диверсифицировать источники краткосрочного заемного финансирования;

– избежать излишнего влияния стоимости заемного финансирования на финансовую устойчивость и финансовые показатели проекта. Напротив, привлеченные средства позволят покрыть потребность в первоначальных вложениях, выполнить в срок обязательства перед контрагентами, выдержать сроки реализации проекта.

Ярким историческим примером бридж-финансирования в России является приобретение Петербургским мельничным комбинатом Ленинградского комбината хлебопродуктов

[3] *Болотникова И.И.* Источники риска при привлечении финансирования в сделках слияния и поглощения в российских компаниях // Финансы и кредит. 2011. № 47. С. 53.

им. С.М. Кирова. Вэб-Инвест банк в 2003 г. предоставил ОАО «Петербургский мельничный комбинат», входящему в холдинг пищевых предприятий группы «Ленстро», кредит в размере 400 млн руб. на срок 6 мес. Впоследствии были выпущены корпоративные облигации для рефинансирования вексельного займа. Благодаря сделке покупающая сторона повысила долю группы на рынке мукомольной продукции Санкт-Петербурга и Ленинградской области с 30 до 70%.

В качестве примера можно также привести бридж-финансирование на сумму 13,08 млрд долл., привлеченное ОАО «Газпром» на покупку 72,66% акций компании ОАО «Сибнефть» и замещенное впоследствии синдицированным необеспеченным кредитом[4].

Еще одним примером может служить приобретение в 2008 г. компанией ПАО «Северсталь» сталелитейного концерна Esmark с использованием бридж-кредита на 900 млн долл. Кредит предполагалось рефинансировать через выпуск облигаций. Преимущество бридж-финансирования заключается в возможности вывести компанию на публичные рынки долгового капитала, тем самым снизив стоимость и увеличив сроки финансирования в перспективе[5].

В 2012 г. ОАО «Мегафон» привлекло бридж-кредит на сумму 2 млрд долл. у синдиката банков-нерезидентов: Citibank N.A, BNP Paribas Bank, Barclays Bank PLC. Кредит предоставлялся на 6 мес. с возможностью пролонгации еще на 6 мес. Предоставление заемных денежных средств осуществлялось траншами в течение 1–3 мес. с даты заключения договора. Целью кредита являлся выкуп 25% доли собственных акций у российского холдинга Altimo, входящего в состав консорциума «Альфа-групп»»[6].

В 2013 г. размер бридж-кредита, привлеченного НК «Роснефть» для покупки 50% ТНК-ВР, составил 11,88 млрд долл. Кредиторами и организаторами кредита выступила группа международных банков, включая Bank of America, Merrill Lynch, Barclays Bank, BNP Paribas. Доля участия одного банка в бридж-кредитах составляет около 720 млн долл. Для погашения бридж-кредита обе отмеченные компании использовали средства, полученные от размещения облигаций[7].

Такого рода промежуточное финансирование часто оказывает помощь компаниям-застройщикам, сталкивающимся с дефицитом капитала на различных этапах реализации проекта:

– на начальной стадии, когда разрешение на строительство еще не получено. Такое финансирование для банка является достаточно рискованным, так как в случае неполучения разрешительной документации компания-застройщик не сможет начать продажи и обеспечить возврат кредита;

– собственно на стадии строительства, когда возникает необходимость рассчитываться с подрядчиками, а средства от реализации квартир поступают в недостаточном объеме;

– на момент выхода объекта на рынок по стартовым ценам.

Величина процентной ставки опосредована коротким сроком кредитования, невысоким объемом финансирования и рисками, которые берет на себя инвестор. В России стоимость привлечения капитала на два месяца при ставке 70% годовых составит порядка 11,6% и может быть покрыта за счет роста стоимости продаваемой недвижимости.

В этом случае стоимость бридж-финансирования в масштабах всех затрат не скажется на финансовой устойчивости и финансовых показателях проекта. Напротив, привлеченные средства позволят покрыть потребность в первоначальных вложениях, выполнить в срок обязательства перед подрядчиками, выдержать сроки реализации проекта.

[4] «Газпром» до конца мая погасит бридж-финансирование по кредиту в 13,08 млрд долл., привлеченному для покупки «Сибнефти». URL: http://www.finam.ru/investments/newsma0000104B1F/default.asp

[5] «Северсталь» привлекает кредит в 900 млн долл. для продолжения борьбы за Esmark. URL: http://www.rosinvest.com/news/411866/

[6] «Мегафон» привлек бридж-кредит на $2 млрд у Citi, BNP Paribas и Barclays. URL: http://www.forbes.ru/news/81207-megafon-privlek-bridzh-kredit-na-2-mlrd-u-citi-bnp-paribas-i-barclays

[7] Основные показатели производственной и финансовой деятельности ОАО «НК «Роснефть» в 2014 г. URL: http://www.rosneft.ru/docs/report/2014/2014/ indices.html

В мировой практике в 2010 г. Kohlberg Kravis Roberts (KKR) в рамках слияния с компанией Del Monte Foods для привлечения инвестиций принимает решение об эмиссии 119 облигаций нового предприятия. Для реализации запланированного компания воспользовалась бридж-кредитованием на общую сумму 1,6 млрд долл., выплатив 8,75% в течение 60 дней после эмиссии, а остальную часть в течение года. В дополнение к этому заемные ноты могли быть конвертированы в облигации с купоном 11,75%.

Бридж-кредит банка ВТБ в размере 2 млрд долл. поступил в 2014 г. в республиканский бюджет республики Беларусь. Кредитное соглашение было заключено в целях пополнения золотовалютных резервов республики. Источником погашения займа выступили средства межгосударственного кредита, переговоры о котором велись с Правительством РФ.

Наконец, примером срочного бридж-финансирования является одобренная в 2015 г. кредиторами и полученная Грецией сумма 7 млрд евро, которая практически сразу же ушла из страны на погашение истекающего займа Европейскому Центральному банку (3,5 млрд евро), а также просроченных платежей Международному валютному фонду на общую сумму 2 млрд евро. Остаток средств предназначался для финансирования текущих расходов правительства до переговоров о новой трехлетней кредитной программе на сумму порядка 86 млрд евро[8].

При множественности инструментов реализации проектного финансирования, их весомых преимуществ и перспектив отмечается принципиальный недостаток, касающийся всех ранее рассмотренных позиций – это отсутствие гарантий покрытия кредитных платежей за счет основной деятельности предприятия. К тому же преимущества проектного финансирования нивелируются, если неучтенным оказывается эффект перекрестного воздействия рисков, таких как:

– экономический риск (продукция при реализации проекта не будет продаваемой и не сможет покрывать абсолютно все издержки и расходы проекта);
– политический риск;
– юридический риск (разрешение на строительство и соответствующие лицензии проводятся после начала строительства);
– задержка введения объекта в эксплуатацию;
– увеличение стоимости на необходимое сырье;
– превышение строительной сметы [13, с. 620].

Последний отмеченный тип риска относят к рискам инвестиционной фазы и часто обозначают costover-run – превышение стоимости затрат над плановой величиной. К этой же группе риска относится и риск удлинения инвестиционной фазы. Согласно западной статистике, в 30% случаях стоимость проекта по разным причинам оказывается выше запланированной.

Несмотря на стратегическую значимость проектного финансирования в ряде отраслей российской экономики, практика свидетельствует о ряде преград в части его реализации. Основными из них являются:

– несовершенство нормативно-правовой базы, затрудняющей и сдерживающей участие кредитных организаций в данном механизме;
– неудовлетворительный инвестиционный климат;
– низкое качество управления в банковской сфере, на предприятиях, не соответствующее требованиям развитого корпоративного менеджмента;
– слабая капитализация банковского сектора;
– отсутствие статистической базы по реализованным проектам, что увеличивает трудовые и временные затраты на рассмотрение и анализ частного проекта;
– недостаточное внимание государства как участника проектного финансирования к процессу страхования от возникающих рисков и инвестиционных условий [14].

В связи с этим в качестве направлений становления собственно рынка проектного финансирования в России предлагаются:

[8] Еврогруппа одобрила бридж-кредит Греции на 7 млрд евро. URL: http://agromh.com/pravda-vsegda-gde-to-poseredine

– создание качественной государственной системы поддержки налоговых и финансовых механизмов проектного финансирования в стране;

– организация института подготовки управленческих кадров с получением ими практического опыта;

– обеспечение дальнейшего развития рынка производных финансовых инструментов и капиталов;

– формирование специализированного законодательства в области проектного финансирования в России [6, с. 48];

– создание условий для межбанковского сотрудничества в сфере совместного кредитования различных проектов (синдицированного кредитования, в том числе с участием иностранных банковских структур);

– развитие института государственно-частного партнерства, в особенности инструментария его финансового обеспечения;

– дальнейшее масштабное внедрение международных стандартов финансовой отчетности в России;

– стимулирование развития рынка качественных независимых консалтинговых и страховых услуг. Это и технические, и отраслевые, и юридические, и финансовые услуги[9].

В данном контексте еще раз следует актуализировать значимость государственной поддержки этого сектора инвестиционной активности. Основные задачи современного государства и частного бизнеса по развитию и повышению эффективности проектного финансирования представлены в табл. 2.

В настоящее время действует программа поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории РФ на основе проектного финансирования, утвержденная постановлением Правительства РФ от 11.10.2014 № 1044[10], целью которой является увеличение объемов кредитования организаций реального сектора экономики на долгосрочных и льготных условиях. В рамках программы предусмотрено предоставление гарантий для обеспечения исполнения обязательств по кредиту на осуществление инвестиционного проекта в объеме до 25% от общей суммы кредитных обязательств. Кроме того, по кредитам, выданным в рамках программы, в 2015–2018 гг. будут предоставлены государственные гарантии в объеме до 125 млрд руб.

Таким образом, в настоящее время проектное финансирование как принцип финансирования и реализации инвестиционного проекта обладает большим потенциалом перед другими формами привлечения заемных средств. Использование соответствующего потенциала позволит устранить дисбаланс между потребностями и возможностями использования проектного финансирования, что в конечном счете внесет свой вклад в рост конкурентоспособности наших предприятий в долгосрочном периоде, а следовательно, и всей национальной экономики. Развитие проектного финансирования придаст российской экономике новый импульс для развития, а также увеличит прирост инвестиций.

[9] *Федотова М.А., Никонова И.А.* Перспективы развития проектного финансирования в Российской Федерации // Финансы и кредит. 2012. № 28. С. 26.

[10] Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования: постановление Правительства РФ от 11.10.2014 № 1044.

Таблица 1

Участники проектного финансирования и их функциональная роль

Участники	Роль в проекте
Спонсоры проекта	Юридические и физические лица, непосредственно заинтересованные в результатах проекта. Они продвигают проект, согласовывают различные вопросы, получают соответствующие разрешения
Поставщики и подрядчики	Организации, 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 организация заранее заключает долгосрочный контракт с отдельным покупателем или группой на покупку определенного количества произведенной продукции
Правительство государства, в котором осуществляется проект	Выдача необходимых разрешительных документов. Закупки. Участие в качестве акционера, спонсора проекта. Предоставление определенных гарантий
Управляющие проектом	Команда менеджеров, отвечающих за осуществление проекта. Ключевое звено сделки по проектному финансированию
Долговые финансисты	Структуры, которые предоставляют проектной организации ресурсы в долг на оговоренный период времени и на заранее согласованных условиях
Консультанты и советники	Специализированные организации и физические лица, компетентные в различных аспектах осуществления проекта. Речь идет о консультанте по вопросам страхования, юрисконсульте, консультанте по налоговым вопросам, специалисте по вопросам маркетинга, финансовом аналитике (советнике)

Источник: составлено авторами по данным работы: *Вахрин П.И.* Организация и финансирование инвестиций. М.: Маркетинг, 2000. С. 189.

Таблица 2

Задачи государства и частного бизнеса в становлении и развитии механизма проектного финансирования в России

Область	Задачи	
	государства	частного бизнеса
Проектный анализ	Сокращение приоритетов инвестиционной политики. Введение методологии многокритериальной оценки эффективности инвестпроекта на всех стадиях его жизненного цикла. Внедрение принципов ответственного финансирования	Внедрение принципов ответственного финансирования. Применение проектного анализа на всех стадиях жизненного цикла проекта. Оценка целесообразности проектного финансирования для разных типов проектов
Стоимостная оценка	Развитие системы федеральных стандартов оценки, включая оценку инвестпроектов и контроль за их результатами	Развитие методов стоимостной оценки проектной компании. Развитие методов стоимостной оценки будущих прав и активов в целях залога и страхования
Управление проектами	Господдержка при условии применения современных систем управления проектами. Требование качественного мониторинга	Внедрение корпоративных систем управления проектами технического и стоимостного инжиниринга
Развитие нормативной базы и инструментов	Принятие законов о государственно-частном партнерстве. Стимулирование создания проектных компаний и финансирования их банками. Повышение информированности общественности	Распространение лучших практик проектного финансирования. Развитие рынка инфраструктурных проектных облигаций
Институциональное развитие	Докапитализация институтов развития. Создание институтов гарантийно-страховой поддержки	Управление рисками в проектном финансировании. Управление контрактами, закупками и мониторингом

Источник: составлено авторами по материалам [15, с. 37].

Список литературы

1. *Хмурова, Т.В., Езангина И.А.* Анализ особенностей развития проектного финансирования в России // Поколение будущего: взгляд молодых ученых – 2015: сборник науч. статей 4-й Международной молодежной научной конференции. Курск: Юго-Западный государственный университет, 2015. С. 372–375.

2. *Езангина И.А., Хмурова Т.В.* Банковское проектное финансирование: содержание, сфера распространения, риск // Молодой ученый. 2015. № 23. Ч. 5. С. 531–533.

3. *Криушина Т.В., Харламова Е.Е.* Участие коммерческих банков в проектном финансировании // Состояние и перспективы развития экономики в условиях неопределенности: сборник статей Международной научно-практической конференции. Уфа: НЦ «Аэтерна», 2015. С. 79–80.

4. *Мезенин В.Г., Кудряшова В.В., Терешкина О.С.* Проектное финансирование: опыт и перспективы развития в России // Вестник Екатерининского института. 2015. № 3. С. 26–31.

5. *Йескомб Э.Р.* Принципы проектного финансирования / под общ. ред. Д.А. Рябых. М.: Вершина, 2008. 488 с.

6. *Покотило Н.Н., Кайгородцев А.А.* Порядок разработки схемы финансирования инвестиционного проекта // Вестник Казахстанско-Американского свободного университета. 2008. № 4. С. 63–69.

7. *Масленкова О.Ф.* Современная практика и проблемы развития синдицированного кредитования // Вестник Кемеровского государственного университета. 2010. № 1. С. 54–63.

8. *Корешков А.А.* Механизм кредитования деятельности предприятий реального сектора экономики // Актуальные вопросы современной науки. 2009. № 5-1. С. 175–181.

9. *Москвин В.А.* Главные направления развития банковского дела // Инвестиции в России. 2012. № 10. С. 25–33.

10. *Сазонов С.П., Федотова Г.В., Харламова Е.Е., Чеховская И.А., Езангина И.А., Полянская Е.А., Хрупин И.М.* Мотивационный механизм эффективного управления ресурсами в условиях экономической нестабильности: монография. Волгоград: ВолГТУ, 2015. 240 с.

11. *Ованесова Ю.С.* Мезонинное финансирование как новое направление для России // Управленческий учет и финансы. 2015. № 4. С. 282–294.

12. *Сергеева И.Г., Цыплухина Д.Г.* Слияния и поглощения как инструмент управления промышленной корпорацией // Научный журнал НИУ ИТМО. Сер. Экономика и экологический менеджмент. 2015. № 2. С. 208–214.

13. *Джантемирова А.А.* Проектное финансирование: сущность, типы и риски // Молодой ученый. 2015. № 10. С. 618–621.

14. *Соловьёв А.А.* Риски проектного финансирования и их минимизация // Интеграл. 2011. № 1. С. 74–75.

15. *Никонова И.А.* Проектный анализ и проектное финансирование. М.: Альпина Паблишер, 2012. 154 с.

ISSN 2311-8768 (Online)
ISSN 2073-4484 (Print)

Financial Instruments

PROMISING TOOLS OF PROJECT FINANCE: A CONTEMPORARY VIEW

Irina A. EZANGINA[a], Tat'yana V. KHMUROVA[b,•]

[a] Volgograd State Technical University, Volgograd, Russian Federation
ezanginaia@rambler.ru

b Volgograd State Technical University, Volgograd, Russian Federation
tanya.kriushina@yandex.ru

• Corresponding author

Article history:
Received 11 April 2016
Received in revised form
20 April 2016
Accepted 28 April 2016

JEL classification: E44, G20, G21, L10, O16

Keywords: project finance, bank loan, syndicated loan, mezzanine financing, bridge financing

Abstract
Importance Currently, business community faces needs for higher finance of investment projects, which is of big social and infrastructure significance for the national economy. In this respect, it is necessary to identify, systematize and examine some factors, which impact investment project financing processes in a different way, and analyze the existing financial tools.
Objectives The research comprehensively reviews the substance of project finance, its strengths and weaknesses, and evaluates how relevant tools for its implementation are integrated in the Russian stock market, and whether they bring any opportunities.
Methods The research draws upon general scientific methods and techniques, i.e. methods of scientific abstraction, analogy, analysis, synthesis and comparison, systems and structural approach to analyzing the subject matter of the research.
Results We provide the rationale for diversifying product mix of financial institutions and devising new forms of project finance, which would allow investors to grasp additional levers and steer credit risks, while companies acquire necessary resources to implement innovative and investment projects.
Conclusions and Relevance We identified the concept of project finance, specified what it meant in the current circumstances as the source for return on investment was separated from financial results of project initiators' operations. We also reveal the substance of syndicated loan, mezzanine and bridge finance, and determined them as promising tools for project implementation purposes. The article indicates that multiple sources of finance are typical of the current business practices and systematizes issues of the Russian project finance institutions, outlining its further development paths.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

References

1. Khmurova T.V., Ezangina I.A. [Analyzing the specifics of project finance development in Russia]. *Pokolenie budushchego: vzglyad molodykh uchenykh – 2015: materialy mezhdunarodnoi molodezhnoi nauchnoi konferentsii* [Proc. Int. Sci. Conf. The Generation of the Future: Views of Young Scientists – 2015]. Kursk, Southwest State University Publ., 2015, pp. 372–375.

2. Ezangina I.A., Khmurova T.V. [Bank project financing: substance, scope, risks]. *Molodoi uchenyi = Young Scientist*, 2015, no. 23-5, pp. 531–533. (In Russ.)

3. Kriushina T.V., Kharlamova E.E. [Participation of commercial banks in project financing]. *Sostoyanie i perspektivy razvitiya ekonomiki v usloviyakh neopredelennosti: materialy mezhdunarodnoi nauchno-prakticheskoi konferentsii* [Proc. Int. Sci. Conf. The Condition and Prospects of Economic Development during Uncertainty]. Ufa, Aeterna Publ., 2015, pp. 79–80.

4. Mezenin V.G., Kudryashova V.V., Tereshkina O.S. [Project finance: experience and prospects of development in Russia]. *Vestnik Ekaterininskogo instituta = Bulletin of Catherine the Great National Institute*, 2015, no. 3, pp. 26–31. (In Russ.)

5. Yescombe E.R. *Printsipy proektnogo finansirovaniya* [Principles of Project Finance]. Moscow, Vershina Publ., 2008, 488 p.

6. Pokotilo N.N., Kaigorodtsev A.A. [The procedure for developing the investment project financing scheme]. *Vestnik Kazakhstansko-Amerikanskogo svobodnogo universiteta = Bulletin of the Kazakhstan-American Free University*, 2008, no. 4, pp. 63–69. (In Russ.)

7. Maslenkova O.F. [Contemporary practices and challenging issues of development of syndicated lending]. *Vestnik Kemerovskogo gosudarstvennogo universiteta = Bulletin of the Kemerovo State University*, 2010, no. 1, pp. 54–63. (In Russ.)

8. Koreshkov A.A. [The mechanism for lending to enterprises operating in the real sector]. *Aktual'nye voprosy sovremennoi nauki = Current Issues of Contemporary Science*, 2009, no. 5-1, pp. 175–181. (In Russ.)

9. Moskvin V.A. [Principal trends in banking development]. *Investitsii v Rossii = Investments in Russia*, 2012, no. 10, pp. 25–33. (In Russ.)

10. Sazonov S.P., Fedotova G.V., Kharlamova E.E., Chekhovskaya I.A., Ezangina I.A., Polyanskaya E.A., Khrupin I.M. *Motivatsionnyi mekhanizm effektivnogo upravleniya resurami v usloviyakh ekonomicheskoi nestabil'nosti: monografiya* [The motivational mechanism for effective management of resources during economic instability: a monograph]. Volgograd, Volgograd State Technical University Publ., 2015, 240 p.

11. Ovanesova Yu.S. [Mezzanine financing as a new mechanism for Russia]. *Upravlencheskii uchet i finansy = Management Accounting and Finance*, 2015, no. 4, pp. 282–294. (In Russ.)

12. Sergeeva I.G., Tsyplukhina D.G. [Mergers and acquisitions as a tool to manage the industrial corporation]. *Nauchnyi zhurnal NIU ITMO. Ser. Ekonomika i ekologicheskii menedzhment = Scientific Journal NRU ITMO. Series Economics and Environmental Management*, 2015, no. 2, pp. 208–214. (In Russ.)

13. Dzhantemirova A.A. [Project financing: substance, types and risks]. *Molodoi uchenyi = Young Scientist*, 2015, no. 10, pp. 618–621. (In Russ.)

14. Solov'ev A.A. [Risks of project finance and their mitigation]. *Integral = Integral*, 2011, no. 1, pp. 74–75. (In Russ.)

15. Nikonova I.A. *Proektnyi analiz i proektnoe finansirovanie* [Project analysis and project finance]. Moscow, Al'pina Pablisher Publ., 2012, 154 p.