

УДК 330.322

І. Г. Ганечко,

к. е. н., доцент, Київський національний торговельно-економічний університет

## ПРОЕКТНЕ ФІНАНСУВАННЯ: ВИКОРИСТАННЯ БОРГОВИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

**У статті розглядаються питання організації боргового фінансування інвестиційних проектів, охарактеризовано роль банків у даному процесі. Обґрунтовано особливості використання банківських кредитів та облігаційних позик у проектному фінансуванні.**

**In the article The questions of organization of the debt financing of investment projects were examined, the role of banks in this process was described. The features of the use of bank credits and bond loans in the project financing were grounded.**

*Ключові слова: проектне фінансування, інвестиційний проект, банківське кредитування, облігаційна позика.*

### ВСТУП

У практиці проектного фінансування, яке є альтернативним методом фінансування крупних проектів у реальному секторі економіки, можуть використовуватися різноманітні фінансові інструменти. Серед них: банківське кредитування, емісія акцій, розміщення облігацій, випуск векселів та багато інших.

Світова практика показує, що приватні позики для проектного фінансування переважно забезпечуються двома основними джерелами: банківськими кредитами та інвестиціями в облігації. Спонсори проекту повинні прийняти обґрунтоване рішення щодо форми фінансування (можлива їх комбінація), врахувавши специфіку кожної.

Організація проектного фінансування через отримання боргового капіталу потребує професійної підтримки в структуруванні самого проекту та джерел його фінансування як за рахунок власних банківських коштів, так і за рахунок дешевих ресурсів, залучених банком від міжнародних фінансових організацій.

Дослідження теоретичних та практичних аспектів проектного фінансування проводили такі вітчизняні та зарубіжні вчені, як Г. Бардиш, А. Баринов, Е. Йескомб, В. Катасонов, К. Макконнелл, Д. Морозов, А. Пересада, В. Шенаєв та інші.

Недостатній розвиток проектного фінансування в Україні, відсутність вироблених на практиці схем взаємодії учасників проекту під час організації боргового фінансування потребують вивчення зарубіжного досвіду та його адаптації до вітчизняних ринкових умов.

### ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Метою статті є дослідження питань, пов'язаних з організацією проектного фінансування з використанням інструментів боргового фінансування інвестиційних проектів.

### РЕЗУЛЬТАТИ

Розглядаючи проектне фінансування як фінансування інвестиційних проектів, при якому сам проект є способом обслуговування боргових зобов'язань, особливу увагу необхідно звертати на вибір фінансових інструментів для забезпечення реалізації проекту. В проектному фінансуванні можуть бути задіяні як окремі фінансові інструменти, так і їх комбінації, тому дане поняття є ширшим, ніж просто інструмент фінансування.

Крім того, реалізація інвестиційного проекту практично завжди передбачає створення нових механізмів управління та взаємодії учасників. Серед складових проектного фінансування (власний капітал; капітал, наданий інвесторами проекту; борговий капітал, наданий однією чи декількома групами кредиторів) найбільший пріоритет має борговий капітал проектного фінансування, приватні позики для про-

ектного фінансування переважно забезпечують комерційні банки та інвестори в облігації.

Ключову роль на ринках проектного фінансування відіграють комерційні банки, більшість із них створюють спеціалізовані відділи, які займаються угодами проектного фінансування. Крупні відділи можуть бути розділені на команди по окремих секторах ринку (енергетика, інфраструктура, телекомунікації, тощо). Такий підхід гарантує ефективне використання ресурсів, обмін ідеями та технологіями в ході реалізації не пов'язаних між собою проектів.

Існує близько двох десятків крупних банків, які об'єднують угоди проектного фінансування в якості управляючих позиками (lend managers) в світовому масштабі. Ряд банків спеціалізується переважно на окремій країні, регіоні, використанні певного типу фінансування. Разом з тим, існує багато інших банків, які працюють на ринку проектного фінансування на нижчому рівні (в якості субандеррайтерів чи учасників синдикатованого кредиту).

Практика використання проектного фінансування на світовому ринку свідчить про те, що банки при цьому виступають в різних ролях [2]:

- організатори банківських синдикатів (arrangers);
- учасники банківських синдикатів, так звані "провайдери" (providers);
- фінансові консультанти (financial advisors);
- спонсори проекту, вони ж — засновники проектною компанії, виступають як інвестори (investors);
- інвестиційні брокери, які організують розміщення цінних паперів, що емітуються проектною компанією (investment brokers);
- гаранті за зобов'язаннями — кредитними, контрактними, участі в тендерах і т.д. (guarantors).

Крім перерахованих функцій щодо забезпечення проектного фінансування, банки також можуть виконувати й деякі інші: заснування лізингових компаній і фінансування лізингових проектів; здійснення трастових операцій; проведення розрахунків за різними договорами і контрактами в рамках проекту тощо.

Ряд перерахованих вище функцій і ролей можуть виконувати не тільки банки, але і інші організації і інститути. Наприклад, у ролі фінансових консультантів можуть виступати звичайні консалтингові фірми. В якості спонсорів проекту (засновників проектною компанією), інвесторів частіше за все виступають компанії, що мають безпосереднє відношення до виробництва, реалізації, споживання відповідного проектного продукту, в таких випадках банки відіграють зазвичай допоміжну роль.

Функцію інвестиційних брокерів, які організують розміщення проектних цінних паперів, можуть виконувати звичайні комерційні банки (нерідко, вони об'єднуються з цією

метою в синдикати). В деяких країнах національне законодавство встановлює обмеження або заборону для проведення комерційними банками таких проектів. Наприклад, у США такі операції можуть здійснювати спеціалізовані установи — інвестиційні банки (investment banks); у Великобританії їх аналогом є торгові банки (merchant banks).

Таким чином, виключно монопольними для комерційних банків функціями в сфері проектного фінансування є дві основні функції: організація синдигованих кредитів і функція "провайдерів", тобто участі в синдикатах своїми фінансовими ресурсами.

Банки можуть також надавати послуги з фінансового консультування спонсорів проекту. Фінансовий консультант у проектному фінансуванні займається більш широким колом питань, ніж у випадку звичайного корпоративного фінансування. Сфера діяльності фінансового консультанта включає наступні послуги:

- консультування щодо оптимізації фінансової структури проекту;
- консультаційні послуги при підготовці фінансового плану;
- консультування по джерелах позик та можливих статтях фінансування;
- допомога в процесі підготовки фінансової моделі проекту;
- консультування по статтях контрактів, пов'язаних із фінансуванням проекту та в процесі проведення переговорів;
- допомога при написанні інформаційного меморандуму для презентації проекту на фінансовому ринку;
- консультування в процесі вибору комерційного банку в якості кредитора або для розміщення облігацій.

Очевидно, що фінансовий консультант повинен мати досвід участі в успішному фінансуванні проектів в тій країні, в якій планується реалізувати проект. Як правило, плата за послуги фінансового консультанта складається з фіксованого або погодинного гонорару і преміальних виплат після завершення фінансування. Основні позабюджетні витрати сплачуються спонсорами проекту, дані витрати можуть бути зменшені за рахунок використання послуг невеликих консалтингових компаній або приватних консультантів, проте існує певний ризик, що такий фінансовий консультант, навіть достатньо кваліфікований, буде вважати проект фінансово прийнятним, а банківський ринок з цим не погодиться.

Оскільки в проектному фінансуванні банківське кредитування є переважаючою формою фінансового забезпечення, то стандартний підхід в підготовці проектного фінансування, перш за все, полягає в тому, щоб визначити один або декілька банків в якості управляючих позиками, функції яких пов'язані з організацією процесу отримання проектною компанією позик. Ключовими факторами при відборі такого управляючого для спонсорів проекту є також наявність досвіду кредитування відповідних проектів у тій чи іншій країні.

У ході обговорення питань фінансування спонсори проекту, перш за все, повинні вирішити, на якому етапі залучати до угоди управляючих позиками. Відбір банків доцільно проводити на конкурсній основі після того, як сформовано весь пакет документації по проекту.

Домовленість з одним або декількома банками на ранній стадії розробки проекту про виконання функцій фінансового консультанта та управляючого позиками дозволяє зменшити витрати на ці послуги та гарантувати прийнятність проекту з фінансової точки зору. В крупних проектах і фінансовий консультант, і управляючий позиками можуть бути залучені на початковій стадії проекту з метою забезпечення збалансованого консультування, проте витрати на реалізацію проекту очевидно збільшаться.

Під час процесу due diligence (процедура всебічного дослідження діяльності компанії в міжнародній практиці, як правило, складається з 3-х частин: операційної, фінансової та пра-

вової) фінансові консультанти або управляючі позиками відіграють активну роль під час проведення переговорів по проектних контрактах, що дозволяє гарантувати, що всі умови фінансування цих контрактів враховані. Також при проведенні процедури due diligence фінансовий консультант або управляючий позиками розробляє фінансову модель проекту.

З метою стимулювання процесу фінансування банки готують інформаційний пакет, основою якого є інформаційний меморандум, що має містити наступні дані:

- загальний огляд, зміст та середовище проекту;
- характеристику проектною компанії, її власників, адміністративну та функціональну структуру;
- фінансову та іншу інформацію про найбільш значимих учасників проекту, зокрема про їх досвід та обсяги участі в проекті;
- аналіз ринку, конкурентного середовища, попиту та пропозиції;
- технічну характеристику проекту;
- проектні витрати та план фінансування;
- аналіз ризиків;
- фінансовий аналіз, який включає фінансову модель для базового сценарію проекту і аналіз чутливості;
- деталізовані умови договору щодо фінансування проекту.

Таким чином, в інформаційному меморандумі міститься комплексна характеристика проекту і це дозволяє прискорити кредитний аналіз, який проводять банки та є перспективним орієнтиром по його реалізації для персоналу проектною компанії.

Остаточний інформаційний меморандум супроводжується рядом інших додаткових звітів та інформацією (технічний звіт інжиніринговою компанією, звіт консультанта по ринку, викладення юридичних аспектів реалізації проекту, екологічний висновок, інформація про учасників проекту, інша інформація).

Після підписання всієї необхідної для фінансування документації, як правило, один з управляючих позиками виступає агентом банківського синдикату, тобто єднальною ланкою між проектною компанією та банками. При цьому агентський банк вирішує наступні задачі:

- збирає кошти згідно раніше розробленого графіку та передає їх проектною компанії;
- забезпечує безпеку проекту від імені кредиторів;
- розраховує платежі по процентах та основній сумі боргу;
- передає платежі від проектною компанії окремим банкам синдикату;
- регулярно (часто спільно з іншими консультантами кредиторів) проводить моніторинг діяльності проектною компанії, збирає інформацію щодо реалізації проекту та доводить її до учасників фінансування;
- організовує обговорення та прийняття рішень щодо внесення поправок або відмови від окремих статей фінансування;
- приймає заходи безпеки щодо проектною компанії у випадках порушення умов фінансування.

Коллективне прийняття рішень банками по проектному фінансуванню дозволяє оперативно вирішувати проблеми, які можуть виникнути в проектною компанії в процесі фінансового забезпечення проекту.

Зазначимо, що на ринку проектного фінансування простежується певний "розподіл праці" між найбільшими банками світу: провідними організаторами проектного фінансування є банки США, основну частину фінансування в рамках синдикатів надають банки Японії. Банки Західної Європи в цьому значенні більш універсальні: багато з них в рівній мірі виступають і як організатори, і як "провайдери" проектного фінансування.

В цілому, простежується тенденція до універсалізації функцій всіх провідних банків на ринку проектного фінансування. Це зумовлено загостренням конкуренції на даному ринку, а також настійною вимогою з боку спонсорів і інших учасників проектів, щоб банки, які організовують фінансування проектів або виступають в ролі фінансових консультантів за про-

**Таблиця 1. Особливості фінансових інструментів**

<b>Банківські кредити</b>	<b>Облігації</b>
Можуть бути використані на будь-якому кредитоздатному ринку	Можуть використовуватися лише на окремих ринках
Банки не завжди погоджуються на тривалі строки погашення заборгованості	Передбачають тривалі строки погашення заборгованості
Процентна ставка при кредитуванні може коригуватися з певним інтервалом	Фіксована ставка процентів
Не використовуються позики зі ставкою, прив'язаною до рівня інфляції	Можуть пропонуватися облігації з процентною ставкою, прив'язаною до рівня інфляції, якщо виручка проектної компанії враховує інфляцію
Кредитні кошти використовуються частинами, відповідно до потреб у фінансуванні витрат проекту	Кошти від продажу облігацій повинні бути отримані відразу, після чого вони розміщуються на депозиті до моменту, коли необхідно профінансувати проектні витрати. При цьому виникає ризик короткострокової процентної ставки для замовника проекту
Банки формально не встановлюють строки кредитування наперед при проектному фінансуванні, проте визначаються з ними на ранніх стадіях	Терміни облігацій та обсяги ринкового попиту остаточно визначаються тільки на пізній стадії процесу, при проведенні андеррайтингу
Проектною компанією зберігається конфіденційність при синдикуванні позиції для вузького кола банків	Статті проектних контрактів можуть бути опубліковані в процесі розміщення облігаційної позики, що є не завжди прийнятним для замовників проекту
Банки здійснюють контроль всіх змін в проектних контрактах і обмежують функції управління проектною компанією	Інвестори в облігації контролюють тільки ті питання, які можуть суттєво впливати на прибуток, строки фінансування через невиконання зобов'язань не скорочуються
Має місце жорсткий контроль з боку банків щодо додаткового залучення позик проектною компанією	Можна збільшити суму залучення коштів за рахунок облігацій після того, як інвестори узгодять строки проекту
Переговорний процес проводити з банками легше при виникненні проблем, пов'язаних із реалізацією проекту	Облігації можуть бути менш гнучкими при виникненні проблем, пов'язаних із реалізацією проекту, оскільки через переважно пасивну позицію держателів облігацій, з ними складно вести переговори
Низькі штрафні санкції по довгострокових платежах	Високі штрафні санкції по довгострокових платежах

ектами, брали участь у реалізації проектів також своїми власними фінансовими ресурсами.

За даними журналу "Project & Trade Finance", близько 30% світового позикового капіталу реалізовується через синдикувані позики, які перетворилися на основний міжнародний фінансово-кредитний інструмент. Тобто, велика частина синдикуваних позик в світі надається саме в рамках проектного фінансування [4].

Ще одним важливим ресурсом проектного фінансування в багатьох розвинутих країнах є облігації. З точки зору позичальника, облігації, що випускаються проектною компанією, в цілому подібні до позики, але призначені переважно для небанківського ринку. Компанія, яка випускає облігації, погоджується сплачувати власнику вартість облігації та відсотки у встановлені строки. Ринок облігацій проектного фінансування, виходячи з його можливостей, значно вужчий, ніж ринок банківського кредитування, проте в деяких країнах (наприклад, в США) він є достатньо розвинутим.

Як правило, банки не ризикують надавати крупні кредити для країн, які характеризуються нестабільним економічним розвитком, під гарантії уряду, оскільки не виключається відмова від обслуговування боргу країнами-боржниками, це стосується і України. Що ж до гарантій і поручительств приватного сектора таких країн, то

можливості видачі під них крупних іноземних кредитів на тривалій термін майже відсутні або довіра до них з боку західних банків невелика, тому проектне фінансування в цій ситуації є компромісним варіантом забезпечення проектів.

Випущені облігації купують інвестори, які зацікавлені в отриманні довгострокового фіксованого доходу, вони є привабливою альтернативою купівлі державних або корпоративних облігацій, оскільки дохід по них вищий.

Інвестори в облігації зазвичай не беруть безпосередньо участі в due diligence, на відміну від банків, а значною мірою покладаються на інвестиційні банки або компанії, які беруть участь у проекті, і на інформацію, яка надається рейтинговими агентствами.

Діяльність інвестиційного банку пов'язана з організацією фінансування, розміщенням цінних паперів, презентуванням проекту для кредитно-рейтингових агентств (лідерами в сфері випуску облігацій проектного фінансування є агентства Standard & Poor's, Moody's Investors Service, які мають свої рейтингові шкали, згідно з якими присвоюється кредитний рейтинг на основі оцінки ризиків).

Облігації проектного фінансування можуть розміщуватися на відкритому ринку або в приватному секторі, що не передбачає їх котирувань, купівля здійснюється декількома крупними інвесторами. В деяких випадках замовник проекту може провести приватне розміщення облігацій без втручання інвестиційного банку.

Приймаючи рішення про форму зовнішнього фінансування проекту (кредити, облігації чи їх комбінація), необхідно враховувати специфіку використання тих чи інших фінансових інструментів (табл. 1, складено за [1; 2; 3]).

## ВИСНОВКИ

Оскільки в проектному фінансуванні відношення боргу до власного капіталу спонсорів проекту (фінансовий важель) складає, як правило, 70—90%, одним із найважливіших питань фінансового забезпечення реалізації інвестиційного проекту є оптимальний для замовника проекту та кредиторів вибір форм боргового фінансування.

Розглядаючи специфіку використання кредитів та облігаційних позик в проектному фінансуванні, можна зазначити, що для розвинутих ринків і "стандартних" проектів більш доцільно залучати ресурси через випуск облігацій, також ця форма фінансування ефективна для проектів, які в минулому були створені, успішно експлуатувалися, проте виникла потреба в їх рефінансуванні. На стадії створення і початкової експлуатації гнучкість банківського кредитування визначає більш високу ефективність залучення кредитних ресурсів. Крім того, вони є більш прийнятним джерелом фінансування складних проектів та проектів, які реалізуються на складних ринках. Однією з основних проблем залишається при цьому недостатній рівень розвитку вітчизняних джерел боргового фінансування порівняно з розвинутими країнами.

### Література:

1. Барінов А.Э. Проджект файненшнг. Технологии финансирования инвестиционных проектов. — М.: Ось-89, 2008.
2. Йескомб Э.Р. Принципы проектного финансирования: пер. с англ. — М.: Вершина, 2008.
3. Концепція "Організації проектного фінансування і інвестиційних формувань в країнах з економікою перехідного періоду" // Commission européenne pour rapports économiques internationales. — Luxembourg.: 2002.
4. Project & Trade Finance. — 2007 (March).  
Стаття надійшла до редакції 09.08.2011 р.