

УДК 336.7(470+571)
ББК 5.261.5(2Рос)+65.9(2Рос)-56
ИЗО

Переводчик *И. В. Васильевская*
Научные редакторы *Д. Я. Рябых, С. Г. Самолис*
Редактор *Д. Я. Рябых*

Йескомб Э. Р.

ИЗО Принципы проектного финансирования / Э. Р. Йескомб ; Пер. с англ. — М. : Альпина Паблишер, 2015. — 408 с.

ISBN 978-5-9614-1721-0

Проектное финансирование — одна из форм привлечения инвестиций, которая чаще всего используется в строительстве, энергетике, нефтегазовой и горнодобывающей отраслях, а также при создании крупных инфраструктурных объектов. Этот вид финансирования применяется в наиболее сложных и масштабных проектах, когда банки не могут обеспечить защиту своего займа одними лишь залогами и проверкой кредитоспособности заемщика, а вынуждены вникать в детали финансируемого бизнеса.

В данной книге раскрыты все существенные аспекты проектного финансирования. Специалисты по привлечению инвестиций научатся грамотно использовать этот инструмент и привлекать средства в свои проекты. Сотрудникам департаментов проектного финансирования это издание поможет максимально точно оценить инвестиционный проект. Все участники проекта смогут минимизировать затраты на подготовку проектного финансирования и оптимально распределить риски. Также книга будет полезна студентам бизнес-школ.

УДК 336.7(470+571)
ББК 5.261.5(2Рос)+65.9(2Рос)-56

Издано при содействии Евразийского банка развития и «Альт-Инвест»

Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, а также запись в память ЭВМ для частного или публичного использования, без письменного разрешения владельца авторских прав. По вопросу организации доступа к электронной библиотеке издательства обращайтесь по адресу mylib@alpina.ru

ISBN 978-5-9614-1721-0 (рус.)
ISBN 978-0-1277-0851-5 (англ.)

© Yescombe Consulting Ltd., 2002.
© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишер», 2015

Содержание

| | |
|---|-----------|
| Предисловие к русскому изданию | 13 |
| Введение | 14 |
| Глава 1. Что такое проектное финансирование? | 17 |
| § 1.1. Развитие проектного финансирования | 17 |
| § 1.2. Особенности проектного финансирования | 19 |
| § 1.3. Проектное финансирование и приватизация | 22 |
| § 1.4. Проектное финансирование и структурное финансирование | 24 |
| § 1.5. Почему используют проектное финансирование? | 26 |
| § 1.5.1. Почему инвесторы применяют проектное финансирование | 28 |
| § 1.5.2. Экономический эффект проектного финансирования для третьих лиц | 31 |
| Глава 2. Рынки проектного финансирования | 34 |
| § 2.1. Коммерческие банки | 35 |
| § 2.1.1. Области применения | 35 |
| § 2.1.2. Банки на рынке | 38 |
| § 2.2. Выпуск облигаций | 41 |
| § 2.3. Мезонинное и субординированное заимствование | 42 |
| § 2.4. Лизинговое финансирование | 43 |
| § 2.5. Торговое финансирование | 45 |
| § 2.6. Государственное финансирование | 46 |
| Глава 3. Разработка проекта и управление им | 48 |
| § 3.1. Спонсоры и другие инвесторы | 48 |
| § 3.2. Развитие проекта | 51 |
| § 3.3. Роль консультантов | 52 |
| § 3.4. Проблемы совместного предприятия | 54 |
| § 3.5. Проектная компания | 55 |
| § 3.5.1. Структура | 55 |
| § 3.5.2. Соглашение акционеров | 56 |
| § 3.5.3. Управление и операции | 57 |
| § 3.6. Конкурсные поставки | 58 |
| § 3.6.1. Предварительный квалификационный отбор | 59 |
| § 3.6.2. Запрос предложений | 59 |
| § 3.6.3. Переговоры претендента до подписания контракта | 63 |
| § 3.6.4. Конкурентные торги для других проектных контрактов | 64 |

| | |
|---|-----------|
| Глава 4. Работа с заимодавцами | 65 |
| § 4.1. Коммерческие банки | 65 |
| § 4.1.1. Консультанты и лид-менеджеры | 66 |
| § 4.1.2. Письма о намерениях (letters of intent) | 70 |
| § 4.1.3. Заимодавцы и процесс государственных поставок | 70 |
| § 4.1.4. Распределение сфер деятельности между банками | 71 |
| § 4.1.5. Финансовая модель | 72 |
| § 4.1.6. Перечень условий, андеррайтинг и документация | 72 |
| § 4.1.7. Информационный меморандум и синдицирование | 74 |
| § 4.1.8. Агентские операции | 75 |
| § 4.2. Размещение облигаций | 76 |
| § 4.2.1. Инвестиционный банк и рейтинговое агентство | 77 |
| § 4.2.2. Правило 144А | 78 |
| § 4.2.3. «Упакованные» облигации | 79 |
| § 4.2.4. Платежные агенты по облигациям и облигационные попечители | 80 |
| § 4.3. Кредиты по сравнению с облигациями | 80 |
| § 4.4. Обязанности консультантов заимодавцев | 82 |
| § 4.4.1. Юридические консультанты | 82 |
| § 4.4.2. Технический консультант, работающий в интересах заимодавцев | 83 |
| § 4.4.3. Страховой консультант | 84 |
| § 4.4.4. Аудитор модели | 84 |
| § 4.4.5. Другие консультанты | 84 |
| § 4.4.6. Заблаговременное привлечение консультантов для заимодавцев | 85 |
| § 4.4.7. Использование времени консультантов | 85 |
| Глава 5. Проектные контракты. | |
| Проектное соглашение | 86 |
| § 5.1. Контракт покупателя | 87 |
| § 5.1.1. Типы контракта покупателя | 87 |
| § 5.1.2. РРА-структура | 89 |
| § 5.1.3. Ввод в эксплуатацию предприятия | 91 |
| § 5.1.4. Эксплуатация предприятия | 91 |
| § 5.1.5. Тариф | 92 |
| § 5.1.6. Индексация тарифа | 94 |
| § 5.1.7. Штрафы | 95 |
| § 5.2. Концессионное соглашение | 98 |
| § 5.2.1. Контракты на обслуживание | 100 |
| § 5.2.2. Контракт с правом сбора пошлины | 103 |
| § 5.3. Продолжительность проектного соглашения | 106 |
| § 5.4. Надзор за проектированием и сооружением проекта, контрактами и финансированием | 107 |
| § 5.5. Компенсация дополнительных расходов | 108 |
| § 5.5.1. Нарушение обязательств со стороны покупателя или государственного партнера по контракту | 108 |
| § 5.5.2. Внесение изменений в спецификации | 108 |
| § 5.5.3. Изменения в законодательной среде | 109 |
| § 5.5.4. Скрытые недостатки | 109 |
| § 5.6. Форс-мажорные обстоятельства | 109 |
| § 5.7. Вмешательство покупателя продукции или государственного партнера по контракту | 111 |

| | | |
|-----------------|---|------------|
| § 5.8. | Прекращение действия проектного соглашения | 112 |
| § 5.8.1. | Досрочное прекращение действия проектного соглашения: дефолт проектной компании . . | 113 |
| § 5.8.2. | Досрочное прекращение действия проектного соглашения: дефолт со стороны покупателя продукции или государственного партнера по контракту | 118 |
| § 5.8.3. | Досрочное прекращение действия проектного соглашения: форс-мажорные обстоятельства | 120 |
| § 5.8.4. | Опцион на прекращение действия проектного соглашения | 121 |
| § 5.8.5. | Налогообложение платежа за прекращение контракта | 121 |
| § 5.8.6. | Окончательная готовность ВООТ/ВОТ/ВТО-контракта | 121 |
| § 5.9. | Воздействие рефинансирования заимствования или перепродажи акций на проектное соглашение | 123 |
| § 5.9.1. | Рефинансирование заимствования | 123 |
| § 5.9.2. | Продажа акционерного капитала | 124 |
| § 5.9.3. | Имеет ли это значение? | 124 |
| Глава 6. | Проектные контракты. Вспомогательные контракты | 127 |
| § 6.1. | ЕРС-контракт | 127 |
| § 6.1.1. | Содержание контракта | 129 |
| § 6.1.2. | Начало работ | 130 |
| § 6.1.3. | Риски владельца | 131 |
| § 6.1.4. | Цена контракта, вознаграждение и варианты | 131 |
| § 6.1.5. | Надзор за строительством | 132 |
| § 6.1.6. | Завершение работ | 132 |
| § 6.1.7. | Форс-мажорные события | 133 |
| § 6.1.8. | Заранее оцененные убытки и расторжение контракта . . | 134 |
| § 6.1.9. | Временное прекращение работ и расторжение контракта | 136 |
| § 6.1.10. | Финансовое обеспечение | 137 |
| § 6.1.11. | Процедура разрешения споров | 137 |
| § 6.2. | Контракт(ы) на эксплуатацию и техническое обслуживание | 138 |
| § 6.2.1. | Содержание контракта | 138 |
| § 6.2.2. | Обслуживание | 138 |
| § 6.2.3. | Принцип выплаты вознаграждения | 139 |
| § 6.2.4. | Поощрения и штрафы | 140 |
| § 6.2.5. | Контракт на техническое обслуживание наиболее значимых частей проекта | 140 |
| § 6.3. | Контракт на поставку топлива или сырья | 140 |
| § 6.3.1. | Принципы поставки | 141 |
| § 6.3.2. | Физические риски поставки | 143 |
| § 6.3.3. | Принципы ценообразования | 144 |
| § 6.3.4. | Гарантии | 144 |
| § 6.3.5. | Форс-мажорные обстоятельства и изменения в законодательстве | 145 |
| § 6.3.6. | Дефолт и расторжение контракта | 145 |
| § 6.4. | Разрешения и другие права | 146 |
| § 6.4.1. | Проектные разрешения | 146 |
| § 6.4.2. | Разрешения на инвестиции и финансирование | 148 |
| § 6.4.3. | Право преимущественного проезда и право прохода по чужой земле | 148 |
| § 6.4.4. | Совместные коммуникации | 148 |

| | | |
|----------|--|------------|
| § 6.5. | Соглашение о государственной поддержке | 149 |
| § 6.6. | Страхование | 151 |
| § 6.6.1. | Страхование на стадии сооружения | 152 |
| § 6.6.2. | Страхование на стадии эксплуатации | 155 |
| § 6.6.3. | Нестраховый минимум | 155 |
| § 6.6.4. | Требования заимодавцев | 156 |
| § 6.6.5. | Перестрахование | 158 |
| § 6.7. | Прямые соглашения | 158 |
| Глава 7. | Коммерческие риски | 162 |
| § 7.1. | Виды рисков проектного финансирования | 162 |
| § 7.2. | Оценка риска и его распределение | 162 |
| § 7.3. | Анализ коммерческих рисков | 164 |
| § 7.4. | Коммерческая жизнеспособность | 165 |
| § 7.5. | Риски завершения работ | 167 |
| § 7.5.1. | Приобретение прав на производственную площадку и доступ к ней. | 167 |
| § 7.5.2. | Разрешения. | 168 |
| § 7.5.3. | ЕРС-подрядчик | 169 |
| § 7.5.4. | Превышение затрат на строительство. | 172 |
| § 7.5.5. | Выручка в период строительства | 177 |
| § 7.5.6. | Позднее завершение работ при сооружении проекта. | 177 |
| § 7.5.7. | Производственные показатели не соответствуют прогнозируемому уровню | 179 |
| § 7.5.8. | Риски третьих лиц. | 180 |
| § 7.5.9. | Проекты, в которых не заключают ЕРС-контракт на выполнение работ по фиксированной цене и к определенной дате | 182 |
| § 7.6. | Риски окружающей среды | 183 |
| § 7.7. | Операционные риски | 184 |
| § 7.7.1. | Технологии | 184 |
| § 7.7.2. | Общая эксплуатация проекта | 185 |
| § 7.7.3. | Превышение бюджета операционных расходов | 186 |
| § 7.7.4. | Готовность проекта к эксплуатации. | 187 |
| § 7.7.5. | Техническое обслуживание | 188 |
| § 7.7.6. | Снижение производственных показателей | 189 |
| § 7.8. | Риски, связанные с выручкой. | 190 |
| § 7.8.1. | Контракты на производство и продажу продукции. | 190 |
| § 7.8.2. | Концессионные соглашения | 192 |
| § 7.8.3. | Контракты хеджирования | 192 |
| § 7.8.4. | Контракты на разнице. | 193 |
| § 7.8.5. | Контракты на долгосрочные продажи. | 194 |
| § 7.8.6. | Ценовой риск и риск объемов продаж | 194 |
| § 7.8.7. | Риск использования | 197 |
| § 7.8.8. | Риски покупателя или государственного партнера по контракту | 200 |
| § 7.9. | Риски поставщика сырья. | 201 |
| § 7.9.1. | Контракты на поставку сырья | 201 |
| § 7.9.2. | Случаи, когда нет необходимости заключать контракт на поставку сырья. | 204 |
| § 7.9.3. | Использование воды и ветра | 205 |
| § 7.9.4. | Запасы полезных ископаемых | 205 |
| § 7.9.5. | Другие коммунальные услуги | 206 |
| § 7.9.6. | Утилизация отходов | 206 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| § 7.10. | Форс-мажорные обстоятельства | 206 |
| § 7.10.1. | Форс-мажорное обстоятельство и страхование | 207 |
| § 7.10.2. | Временные форс-мажорные обстоятельства | 209 |
| § 7.10.3. | Долговременное форс-мажорное обстоятельство | 211 |
| § 7.11. | Контрактное несоответствие | 211 |
| § 7.12. | Обращение за помощью к спонсорам | 212 |
| Глава 8. | Макроэкономические риски | 215 |
| § 8.1. | Инфляция. | 215 |
| § 8.1.1. | Финансирование с индексацией по коэффициенту инфляции | 217 |
| § 8.2. | Риски ставки процента. | 217 |
| § 8.2.1. | Процентные свопы | 218 |
| § 8.2.2. | Соглашения о потолке процентной ставки и другие инструменты | 225 |
| § 8.2.3. | Масштаб и сроки хеджирования процентной ставки | 226 |
| § 8.2.4. | Дополнительные расходы | 226 |
| § 8.2.5. | Риск редепозита. | 227 |
| § 8.2.6. | Хеджирование процентной ставки до того, как вся необходимая финансовая документация оформлена должным образом | 228 |
| § 8.3. | Риски валютного курса | 229 |
| § 8.3.1. | Хеджирование риска валют | 230 |
| § 8.3.2. | Финансирование в нескольких видах валют | 231 |
| § 8.3.3. | Конвертация выручки в местной валюте | 233 |
| § 8.3.4. | Фиксирование обеспечения в местной валюте. | 233 |
| § 8.3.5. | Катастрофическая девальвация | 234 |
| Глава 9. | Политические риски | 236 |
| § 9.1. | Проекты и политика | 236 |
| § 9.2. | Классификация политических рисков | 237 |
| § 9.3. | Конвертируемость валюты и ее передача | 238 |
| § 9.3.1. | Проекты-анклавы | 239 |
| § 9.3.2. | Бартер | 240 |
| § 9.3.3. | Использование резервных счетов в офшоре | 241 |
| § 9.4. | Экспроприация | 241 |
| § 9.5. | Война или гражданские беспорядки | 242 |
| § 9.6. | Изменение законодательства. | 243 |
| § 9.6.1. | Риск изменения законодательства в проектных контрактах | 245 |
| § 9.6.2. | Финансирование расходов, связанных с изменением в законодательстве | 246 |
| § 9.7. | Квазиполитические риски | 247 |
| § 9.7.1. | Расторжение контракта и судебные решения | 248 |
| § 9.7.2. | Риски «субсуверена» (sub-state) | 249 |
| § 9.7.3. | Скрытая экспроприация | 250 |
| Глава 10. | Политический риск: гарантии, страхование и финансирование. | 252 |
| § 10.1. | Уменьшение политических рисков | 252 |
| § 10.2. | Экспортно-кредитные агентства | 253 |
| § 10.3. | Экспортные кредиты | 255 |

| | | |
|------------------|---|------------|
| § 10.3.1. | Экспортно-кредитные организации | 255 |
| § 10.3.2. | Соглашение Организации экономического сотрудничества и развития (OECD Consensus) | 256 |
| § 10.3.3. | Принятие рисков и масштаб возмещения | 258 |
| § 10.3.4. | Денежное обеспечение | 261 |
| § 10.3.5. | Выгоды привлечения экспортно-кредитного агентства | 261 |
| § 10.4. | Несвязанное покрытие и финансирование | 262 |
| § 10.4.1. | Страхование политического риска для инвестиций в собственный капитал | 263 |
| § 10.4.2. | Организации для развития финансирования | 264 |
| § 10.5. | Структуры и продукты экспортно-кредитного агентства | 265 |
| § 10.5.1. | Соединенные Штаты (банк U. S. Exim) | 266 |
| § 10.5.2. | Соединенные Штаты (OPIC) | 268 |
| § 10.5.3. | Канада (EDC) | 270 |
| § 10.5.4. | Япония (NEXI/JBIC) | 270 |
| § 10.5.5. | Франция (COFAGE) | 271 |
| § 10.5.6. | Германия (Hermes/KfW) | 272 |
| § 10.5.7. | Италия (ISACE /Simest) | 272 |
| § 10.5.8. | Великобритания (ECGD) | 273 |
| § 10.6. | Международные финансовые организации (МФО) | 275 |
| § 10.6.1. | Всемирный банк | 276 |
| § 10.6.2. | Международная финансовая корпорация (МФК) | 279 |
| § 10.6.3. | Международная ассоциация развития (МАР) | 281 |
| § 10.6.4. | Многостороннее агентство гарантии инвестиций (МАГИ) | 281 |
| § 10.6.5. | Азиатский банк развития (Asian Development Bank) | 283 |
| § 10.6.6. | Африканский банк развития (African Development Bank) | 284 |
| § 10.6.7. | Межамериканский банк развития (Inter American Development Bank) | 284 |
| § 10.6.8. | Европейский банк реконструкции и развития (European Bank for Reconstruction and Development — EBRD) | 285 |
| § 10.6.9. | Европейский инвестиционный банк (European Investment Bank — EIB) | 286 |
| § 10.6.10. | Северный инвестиционный банк (Nordic Investment Bank) | 289 |
| § 10.6.11. | Исламский банк развития (Islamic Development Bank) | 290 |
| § 10.7. | Страхование частным сектором | 290 |
| Глава 11. | Финансовое моделирование и оценка | 292 |
| § 11.1. | Исходные данные для модели | 293 |
| § 11.2. | Выводы на основании модели | 294 |
| § 11.3. | Макроэкономические допущения | 294 |
| § 11.3.1. | Инфляция | 295 |
| § 11.3.2. | Товарные цены | 295 |
| § 11.3.3. | Процентные ставки | 296 |
| § 11.3.4. | Обменный курс и валюта, используемая в модели | 296 |
| § 11.3.5. | ВВП и рост объемов | 297 |
| § 11.4. | Расходы по проекту и финансирование | 297 |
| § 11.4.1. | Расходы по проекту | 298 |
| § 11.4.2. | Источники финансирования проекта | 299 |
| § 11.5. | Операционные доходы и расходы | 300 |
| § 11.6. | Схема займа и обслуживания долга | 301 |

| | | |
|------------------|---|------------|
| § 11.7. | Проблемы бухгалтерского учета и налогообложения | 301 |
| § 11.7.1. | Капитализация и амортизация проектных расходов | 302 |
| § 11.7.2. | Дивидендная ловушка | 304 |
| § 11.7.3. | Отрицательный собственный капитал | 306 |
| § 11.7.4. | График налоговых платежей | 307 |
| § 11.7.5. | Налог на добавленную стоимость (НДС) | 307 |
| § 11.7.6. | Налоговые удержания | 307 |
| § 11.7.7. | Курс валюты и налог | 307 |
| § 11.7.8. | Инфляция и налог | 308 |
| § 11.8. | Доходность собственного капитала | 309 |
| § 11.8.1. | Чистая текущая стоимость (NPV) | 310 |
| § 11.8.2. | Внутренняя ставка доходности (IRR) | 312 |
| § 11.8.3. | Использование значений IRR и NPV в процессе принятия инвестиционных решений | 313 |
| § 11.8.4. | Неденежные операции при инвестировании | 315 |
| § 11.9. | Ставки долгового покрытия | 315 |
| § 11.9.1. | Ставка покрытия ежегодной суммы долгового обслуживания | 315 |
| § 11.9.2. | Ставки покрытия на период жизни кредита | 317 |
| § 11.9.3. | Средние показатели ставки покрытия ежегодной суммы долгового обслуживания и ставки покрытия на период жизни кредита | 318 |
| § 11.9.4. | Ставка покрытия на период жизни проекта | 318 |
| § 11.9.5. | Ставка покрытия резервов | 319 |
| § 11.9.6. | Расчет коэффициентов покрытия | 319 |
| § 11.10. | Базовый сценарий и изменения в допущениях | 321 |
| § 11.11. | Анализ чувствительности | 322 |
| § 11.12. | Анализ инвесторов | 323 |
| § 11.12.1. | Доходы инвесторов | 323 |
| § 11.12.2. | График внесения собственного капитала | 324 |
| § 11.12.3. | Эффект повторной продажи акций | 325 |
| § 11.12.4. | Выгоды рефинансирования | 327 |
| Глава 12. | Финансовое структурирование и документация | 330 |
| § 12.1. | Соотношение «долг / собственный капитал». | 331 |
| § 12.1.1. | Уровень заимствования | 331 |
| § 12.1.2. | Действие требуемых ставок покрытия | 332 |
| § 12.1.3. | Проекты, которые не имеют собственного капитала | 334 |
| § 12.1.4. | Расчет соотношения «долг / собственный капитал» | 335 |
| § 12.2. | Обслуживание долга | 335 |
| § 12.2.1. | Сроки финансирования | 336 |
| § 12.2.2. | Средневзвешенный срок погашения кредита | 336 |
| § 12.2.3. | График погашения | 338 |
| § 12.2.4. | Гибкий график погашения долга | 343 |
| § 12.3. | Использование заимствования и собственного капитала | 344 |
| § 12.3.1. | Приоритетность использования | 344 |
| § 12.3.2. | Порядок выдачи денежных средств | 346 |
| § 12.3.3. | Резерв непредвиденных расходов | 347 |
| § 12.4. | Процентные ставки и сборы | 348 |
| § 12.5. | Контроль над денежным потоком | 350 |
| § 12.5.1. | Каскад денежного потока | 350 |
| § 12.5.4. | Резервные счета | 352 |
| § 12.5.3. | Контроль за распределением средств среди инвесторов | 354 |

| | |
|---|------------|
| § 12.5.4. Очистка счетов денежных средств | 356 |
| § 12.5.5. Возврат ранее выплаченных сумм | 358 |
| § 12.6. Погашение кредита и рефинансирование | 358 |
| § 12.6.1. Сокращение кредитных требований | 359 |
| § 12.6.2. Частичное погашение | 359 |
| § 12.6.3. Рефинансирование | 360 |
| § 12.7. Обеспечение | 362 |
| § 12.7.1. Закладные и распределение прав собственности на контракты | 363 |
| § 12.7.2. Обеспечение в виде акций проектной компании. | 365 |
| § 12.8. Оформление финансовой документации: предварительные условия | 366 |
| § 12.9. Заявления и гарантии | 369 |
| § 12.10. Договоренности. | 371 |
| § 12.10.1. Гарантии выполнения действий. | 372 |
| § 12.10.2. Договорные обязательства о воздержании от действия | 373 |
| § 12.11. Факты несостоятельности | 374 |
| § 12.12. Отказ от претензий, внесение изменений и принудительное взыскание в случае дефолта. | 377 |
| § 12.13. Проблемы, возникающие между кредиторами | 380 |
| § 12.13.1. Поставщик свопа процентной ставки | 382 |
| § 12.13.2. Заимодавцы, предоставляющие кредит с фиксированной ставкой | 383 |
| § 12.13.3. Заимодавцы, предоставляющие кредит с различным размером обеспечения | 383 |
| § 12.13.4. Лизинговые компании | 383 |
| § 12.13.5. Заимодавцы, предоставляющие субординированное или мезонинное финансирование | 384 |
| Глоссарий | 386 |