

Министерство Образования и Науки Российской Федерации

**РОССИЙСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
НЕФТИ И ГАЗА ИМЕНИ И.М.ГУБКИНА**

**Факультет экономики и управления
Кафедра «Международный нефтегазовый бизнес»**

А.А.Конопляник

**Основные виды и условия
финансирования инвестиционных
проектов в нефтегазодобывающей
промышленности**

**Учебное пособие по курсу
«Эволюция международных рынков нефти и газа»**

Москва 2009

УДК /622.276+622.279/.003

А.А.Конопляник. Основные виды и условия финансирования инвестиционных проектов в нефтегазодобывающей промышленности. Учебное пособие. – М.: РГУ нефти и газа им.И.М. Губкина, 2009. - 62 с.

ISBN 5-7246-0424-8

Данное учебное пособие посвящено описанию основных видов и условий финансирования нефтегазовых проектов в международной практике и эволюции их механизмов с течением времени. Особое внимание уделяется проектному финансированию как наиболее перспективному виду финансирования инвестиционных нефтегазовых проектов в условиях современной России.

Рассмотрены различные определения проектного финансирования, его основные понятия, характерные черты и особенности. Анализируются «промежуточные» на пути к проектному финансированию механизмы организации финансирования нефтегазовых проектов России с привлечением международных финансовых институтов. На примере проекта «Сахалин-2» анализируется первый в России опыт применения «чистого» проектного финансирования в нефтегазовой отрасли. Рассмотрены новые возможные механизмы организации проектного финансирования в рамках применения соглашений о разделе продукции (СРП) в России.

Рекомендовано Ученым Советом Факультета экономики и управления в качестве учебного пособия по курсу «Эволюция международных рынков нефти и газа» для студентов специальности «Экономика и управление на предприятиях нефтяной и газовой промышленности» (080502), бакалавров направления «Экономика» (080100), магистров направлений «Управление проектами» (080200.08), «Международный бизнес» (080200.12), «Финансовый менеджмент» (080200.13), «Стратегический менеджмент в отраслях ТЭК» (080200.17).

Рецензент – К.Н.Миловидов, Заслуженный экономист РФ, доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой «Международный нефтегазовый бизнес» РГУ нефти и газа им. И.М.Губкина.

УДК /622.276+622.279/.003

ISBN 5-7246-0424-8

© А.Конопляник

СОДЕРЖАНИЕ

| | Стр. |
|---|------|
| Введение..... | 4 |
| 1. Российский ТЭК и соотношение спроса/предложения на мировом рынке капитала..... | 6 |
| 2. Характеристика основных видов финансирования инвестиционных проектов..... | 8 |
| 3. Эволюция механизмов финансирования нефтегазовых проектов..... | 13 |
| 4. Проектное финансирование: основные понятия и характерные особенности..... | 18 |
| 5. Особенности использования механизмов проектного финансирования в России..... | 28 |
| 5.1. «Нефтяной реабилитационный проект» Всемирного Банка и ЕБРР и "Рамочное кредитное соглашение для нефтегазовой промышленности России" с Эксимбанком США - промежуточный этап на пути от дефицитного к проектному финансированию..... | 31 |
| 5.2. Проект «Сахалин-2 »: первый опыт «чистого» проектного финансирования в российском НГК..... | 34 |
| 5.3. Проблема гарантий при проектном финансировании в России.... | 44 |
| 5.4. Возможные механизмы привлечения заемных средств под залог будущей госдоли прибыльной нефти при реализации проектов в рамках СРП в России..... | 47 |
| Перечень иллюстраций: | |
| - таблицы..... | 54 |
| - рисунки..... | 55 |
| Список сокращений..... | 56 |
| Список литературы..... | 57 |

ВВЕДЕНИЕ

Для достижения баланса интересов всех участников инвестиционной деятельности в нефтегазовом комплексе, а также в целях увеличения инвестиционной привлекательности российских нефтегазовых проектов, необходимо четко представлять все основные механизмы организации финансирования таких проектов, опираясь на мировой опыт и исторические тенденции. В настоящей работе предлагается широкий спектр информации по вопросам использования адаптированных для российских условий, а значит наиболее эффективных инструментов финансирования инвестиционных нефтегазовых проектов, апробированных в мировой практике.

Состояние законодательной, в том числе налоговой, базы в стабильной, устойчиво функционирующей экономике должно рассматриваться с точки зрения благоприятности инвестиционного климата для нефтегазовых компаний, подводя их к такой ситуации, при которой они смогут самостоятельно привлекать необходимые инвестиции с мирового рынка капитала, ибо большая часть финансовых ресурсов для освоения и разработки капиталоемких инвестиционных нефтегазовых проектов привлекается именно в виде долгового финансирования для распределения и минимизации инвестиционных рисков, независимо от того, разрабатывает ли нефтегазовая компания инвестиционный проект самостоятельно или в составе консорциума компаний.

Основной акцент данной работы ставится на соотношении теории и практического опыта применения именно проектного финансирования как в мире, так и нашей стране. При этом приводится обширный перечень трактовок самого понятия «проектное финансирование», дабы не навязывать еще не сложившейся в своих взглядах на эту специфическую проблему аудитории ни одного субъективно ограниченного мировоззрения и/или понимания.

На примере «Нефтяного реабилитационного проекта» (займа) Всемирного банка и ЕБРР и «Рамочного кредитного соглашения для нефтегазовой промышленности России» с Экспортно-импортным Банком (Эксимбанком) США в работе отражена эволюция организационных форм внешнего финансирования инвестиционных нефтегазовых проектов: от кредита под суверенную гарантию - к проектному финансированию.

На основе реальных статистических данных, полученных при реализации проекта «Сахалин-2», – исторически первого «чистого» проектного финансирования в российских условиях – предлагается выявить положительные и отрицательные моменты применения данного механизма в России, оценить конкурентные преимущества проектного финансирования по сравнению с другими видами финансирования, а также сделать выводы о несовершенстве существующей законодательной базы и предложить возможные пути ее оптимизации.

Настоящее учебное пособие написано на основе курса лекций «Международные рынки и транспортные системы энергоресурсов», подготовленного и читавшегося автором в Государственном Университете Управления в 1997-2002 гг., и отражает экономические реалии именно того этапа современной экономической истории страны.

Автор благодарит за участие в подготовке данного учебного пособия своих бывших студентов тех лет М.Белову, М.Кравец, С.Лебедева, Е.Мельникову, О.Федяшина.

1. РОССИЙСКИЙ ТЭК И СООТНОШЕНИЕ СПРОСА/ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА МИРОВОМ РЫНКЕ КАПИТАЛА

На фоне долгосрочных тенденций миграций международного капитала инвестиционное предложение в зоне конкурентного для России спроса является намного меньшим, чем потребность в иностранных инвестициях как российского ТЭК, так и страны в целом. Низкая притягательность России как объекта для производственных капиталовложений (не путать с притоками/оттоками ликвидных финансовых ресурсов на фондовый рынок России) связана с диспропорциями в отраслевой, а значит и в страновой структуре мировых инвестиционных потоков, с одной стороны, и структурой экономики и экономического роста России, с другой.

В настоящее время в России доминируют добывающие (сырьевые) отрасли, а также отрасли обрабатывающей промышленности при низкой доле передовых наукоемких отраслей и сферы услуг. А в отраслевой направленности прямых заграничных инвестиций на протяжении второй половины XX в. наблюдается последовательная переориентация с добывающей промышленности (50-е гг.) на обрабатывающую (60-70-е гг.), на сферу услуг (80-е гг.) и высокотехнологичные и наукоемкие отрасли (high-tech) (90-е гг.), на которые приходится свыше половины мирового годового потока новых вложений. Ориентация на сферу производственных услуг и высокие технологии обрабатывающей промышленности предопределила концентрацию зарубежных капиталовложений в зоне промышленно развитых стран (4/5 ежегодных потоков прямых инвестиций), являющихся одновременно крупнейшими импортерами и экспортерами капитала. Более половины ввозимого в развивающиеся страны капитала направляется в экономику нескольких наиболее развитых из них (Юго-Восточная Азия и Латинская Америка: Сингапура, Бразилии, Мексики, Китая, Гонконга, Малайзии, Египта, Аргентины, Таиланда, Колумбии). Перераспределение потока иностранных инвестиций в развивающиеся страны возможно за счет дальнейшей концентрации вложений в наиболее динамично развивающихся государствах Юго-Восточной Азии и Ближнего Востока, а также на открывающихся для капиталовложений новых региональных рынках стран Асунсьонского соглашения и исламского пояса Центральной Азии. Для предотвращения глобальных социальных и военно-политических осложнений правительствам

промышленно развитых государств придется поощрять привлечение частных прямых инвестиций также в политически нестабильные бедные и беднейшие страны.

Таким образом, страны с традиционной “колониальной” структурой экономики (которые составляют конкурентную для России зону на мировом рынке капитала) будут представлять все меньший интерес для солидных иностранных инвесторов, преследующих долгосрочные цели - на их долю будет приходиться 5-6% мирового потока прямых инвестиций (см. рис. 1)[27].

Рисунок 1

Конкурентная зона России на мировом рынке прямых инвестиций и тенденции ее изменения



Компенсировать угасание внешнего инвестиционного интереса может только либерализация условий инвестирования (в том числе и иностранного капитала) в рамках общего макроэкономического реформирования национальных экономик принимающих стран, иначе среди зарубежных инвесторов будет преобладать психология биржевых спекулянтов. Таким образом, страны из числа конкурентов Рос-

сии на мировом рынке капитала идут на или продолжают либерализацию внутренних инвестиционных режимов для иностранных инвесторов, захватывая часть мирового инвестиционного предложения, на которую могла бы претендовать Россия.

Для переориентации мирового потока инвестиций в направлении России необходимо создавать привлекательный инвестиционный климат, как на уровне конкретных проектов, так и на общестрановом уровне. Пока же наша страна характеризуется наличием множества повышенных инвестиционных рисков.

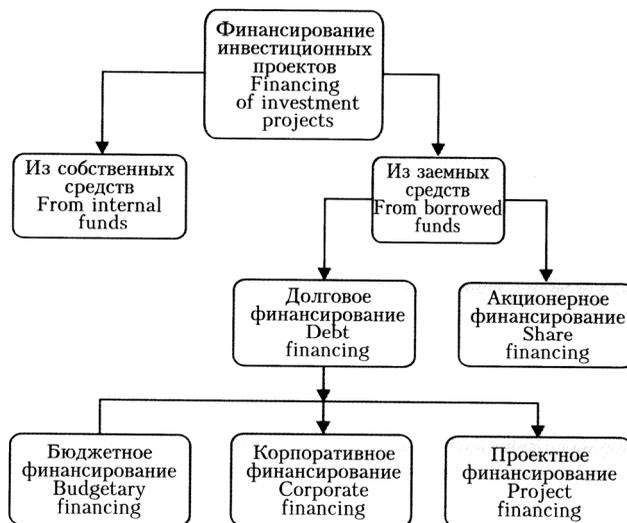
Поэтому необходимо понимать особенности процессов организации финансирования инвестиционных проектов, в т.ч. их специфику в ТЭК, эволюцию и закономерности их развития.

2. ХАРАКТЕРИСТИКА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

На сегодняшний день существуют три основных вида финансирования инвестиционных проектов [2]: бюджетное (дефицитное), корпоративное и проектное (рис.2).

Рисунок 2

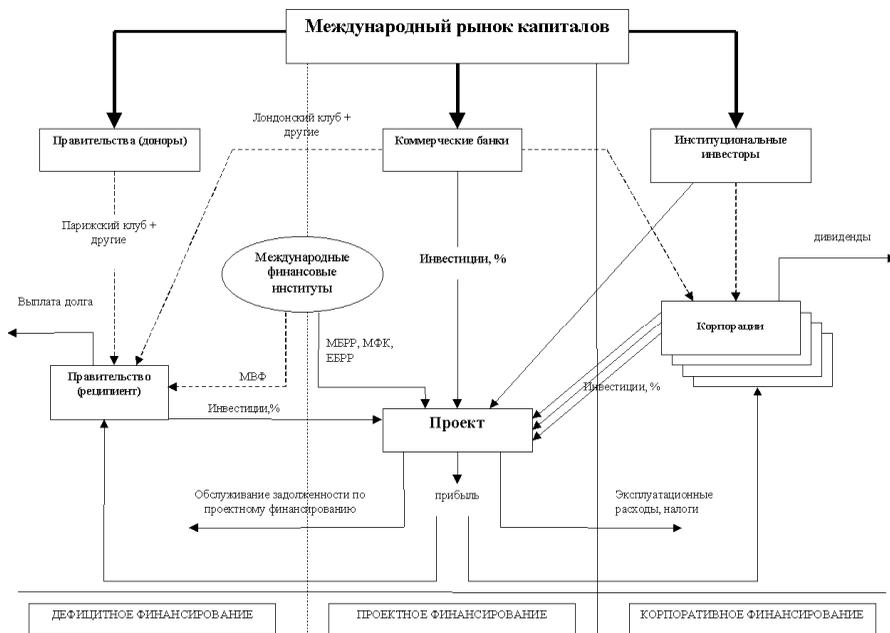
Укрупненная классификация механизмов финансирования инвестиционных проектов



В рамках каждого из этих видов финансирования существуют различные принципиальные возможности их организации с привлечением различных финансовых институтов (рис.3).

Рисунок 3

Принципиальные возможности организации финансирования инвестиционных проектов



При бюджетном финансировании государство централизует все виды установленных законодательством поступлений или значительную их долю от субъектов предпринимательской деятельности и часть полученных средств направляет на инвестиции.

Вариант: если внутренних поступлений от хозяйственной деятельности для конвертации их в бюджетные инвестиции оказывается недостаточно, государство может для пополнения бюджета прибегнуть к внешним заимствованиям - у других стран, международных финансовых организаций (МФО). Такой вид финансирования бюджета - *долговое (дефицитное) финансирование* - ведет к увеличению внешнего долга страны. Часть поступивших таким образом в государственный бюджет под государственную суверенную гарантию за-

емных ресурсов может быть уже в виде централизованных, бюджетных капиталовложений направлена на инвестиции или на другие государственные нужды.

Сегодня российское государство в силу разных причин перестало направлять на финансирование проектов в нефтегазовой сфере как бюджетные средства, так и ресурсы, полученные в рамках внешних государственных заимствований (долгового финансирования на межгосударственном уровне). К тому же, в рыночных экономиках за счет бюджета принято финансировать, например, социальную и аналогичные «нерентабельные» (в краткосрочном плане) сферы государственных затрат, а не коммерческие проекты.

Финансовый рейтинг России как долгосрочного заемщика после событий 17 августа 1998 г. упал до уровня технического дефолта, и в такой ситуации проявилась невозможность использования государством долгового межгосударственного финансирования для конверсии его в бюджетное финансирование нефтегазовых проектов даже с участием государственных компаний или компаний с государственным пакетом акций, главным образом, вследствие того, что в условиях дефолта механизм государственных гарантий фактически прекращает свое действие (они становятся де факто необеспеченными – «пустыми» - обещаниями). В устойчиво развивающейся экономике инвестиционная привлекательность в рамках бюджетного финансирования обеспечивается как раз «обеспеченностью» государственных гарантий, а именно реальной наполненностью этих гарантий всеми видами бюджетных и внебюджетных поступлений страны, преимущественно - собираемыми налогами. В таких условиях государство имеет возможность установить щадящий налоговый режим, стимулирующий инвестиционную деятельность. В итоге, государственные гарантии имеют высокую надежность и ликвидность, низкий риск и обеспечивают кредитуемой под них стране высокий финансовый рейтинг как суверенного заемщика.

В российской экономике государство стремится увеличить бюджетные поступления не столько путем расширения базы налогообложения, сколько путем усиления фискального давления на немногих относительно стабильно работающих производителей товаров и услуг, уже и так обеспечивающих основные налоговые платежи. Усиление этого пресса идет по всем направлениям: увеличивается номенклатура налогов, сборов и других обязательных платежей; растут

эффективные налоговые ставки; центр тяжести налогообложения переносится с чистой прибыли на валовую выручку.

В результате формируется запретительный для инвестора налоговый режим, характеризующийся низкой собираемостью налогов, высокой долей неплатежей, низкой долей денежных средств в фактически собираемых налогах (высокая доля бартера и денежных суррогатов). Такое некачественное и недостаточное наполнение государственных гарантий (за счет будущих налоговых поступлений) в современных российских условиях ненадежно – они имеют низкую ликвидность, высокий риск и формируют низкий финансовый рейтинг России как страны-заемщика.

Корпоративное финансирование осуществляется через механизмы и инструменты фондового рынка. События 17 августа 1998 г. привели к фактическому краху российского фондового рынка, по крайней мере, в той его части, которая относится к рынку акций и других корпоративных ценных бумаг, направляемых на финансирование реализуемых компаниями крупномасштабных, капиталоемких и долгосрочных проектов, к каковым относятся практически все проекты в добывающих отраслях. Очевидно, что по мере восстановления фондового рынка постепенный рост курсов акций российских компаний, котируемых на российских и международных биржах, должен вести к росту их финансовых рейтингов. Но финансовый рейтинг компании не может превышать финансового рейтинга ее материнской страны, ибо компания, являющаяся субъектом правоотношений государства, в котором она зарегистрирована и действует, оказывается под воздействием всей совокупности рисков, присущих данной стране, политических в первую очередь. Страхованием же политических рисков занимается весьма узкий круг специализированных государственных организаций ряда стран-экспортеров капитала.

Корпоративные гарантии значительной части отечественных компаний, как правило, не являются надежным обеспечением привлекаемых ими заемных средств для осуществления инвестиционных проектов.

В целях финансирования проектов в нефтегазовом комплексе ни государственное (долговое и бюджетное), ни корпоративное финансирование сегодня не могут быть использованы в широких масштабах.

Теперь рассмотрим проектное финансирование.

Целесообразность использования проектного финансирования в России можно поставить под сомнение в силу различных причин:

- по общепринятым в международном финансовом сообществе правилам финансовый рейтинг проекта обычно не бывает выше финансового рейтинга корпорации, его осуществляющей, который, в свою очередь (см. выше) не может быть выше финансового рейтинга страны, в которой осуществляется этот проект;

- применять проектное финансирование пришлось бы по большей части в рамках доминирующей сегодня в России лицензионной системы пользования недрами при отсутствии должных гарантий стабильности экономико-правовой среды на весь срок осуществления проекта (продолжительность “стабилизационной (т.н. «дедушкиной») оговорки” для инвестиционных проектов составляет максимум 7 лет, а сроки реализации самих инвестиционных проектов в нефтегазодобыче составляют 20-30 лет и более), необходимых инвестору для надежного расчета и обоснования финансовых потоков (дисконтированных потоков денежных средств - затратной и доходной их компоненты), положенных в основу организации схемы финансирования проекта;

- отсутствуют должные гарантии возврата вложенных инвестором в реализацию проекта средств, вызванные неопределенностью поведения принимающей страны и отсутствием, в силу этого, гарантий неухудшения экономических условий деятельности инвестора в рамках проекта. Следовательно, риск деятельности инвестора в условиях экономической неопределенности, вызванной непредсказуемостью действий принимающего государства, возрастает до критических параметров.

Чем выше риски, возникающие при реализации проекта, тем выше закладываемая инвестором в ТЭО проекта прибыль, необходимая для их компенсации. В результате инвестор либо в принципе не сможет получить необходимого для реализации проекта заемного финансирования от кредитных организаций, либо получит его на таких невыгодных условиях (т.е. под высокие проценты, необходимые для компенсации повышенных рисков), что финансовые издержки реализации проекта «съедят» всю возможную прибыль от его реализации.

Именно поэтому ни один из реализуемых в добывающих отраслях России в рамках лицензионной системы недропользования проектов

не финансировался на нормальных коммерческих условиях «проектного финансирования». Другая ситуация складывается при применении проектного финансирования на базе соглашений о разделе продукции (СРП), ибо механизм СРП может обеспечить инвестору гарантии стабильности на весь срок жизни проекта. Первым проектом СРП в России, финансирование которого начало осуществляться на условиях «проектного финансирования», является проект «Сахалин-2». Именно поэтому ему будет уделено далее самостоятельное внимание.

3. ЭВОЛЮЦИЯ МЕХАНИЗМОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ НЕФТЕГАЗОВЫХ ПРОЕКТОВ ЗА РУБЕЖОМ

Методы финансирования инвестиционных проектов в стационарных (развитых) и переходных (развивающихся) экономиках существенно различаются по номенклатуре и уровню рисков осуществления предпринимательской деятельности.

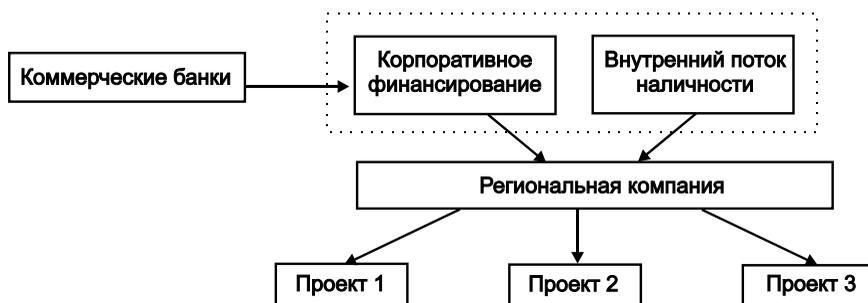
До начала 70-х годов большинство нефтегазовых проектов в развивающихся странах финансировались за счет внутренних потоков наличности международных нефтяных компаний (рис.4). Такая структура финансирования соответствует доминирующей роли МНК в международном нефтяном бизнесе в это время (первая и вторая стадии развития мирового нефтяного рынка в рамках организованной структуры международной торговли жидким топливом - в соответствии с [4] и др. работами автора по этапизации эволюции контрактной структуры и механизмов ценообразования международного рынка нефти). Большинство МНК имели низкое соотношение задолженности к собственному капиталу, поэтому обычно не нуждались во внешних заимствованиях для финансирования разведки и разработки месторождений, которые в период до рубежа 1960-х-1970-х гг. были относительно некапиталоемкими операциями в основных развивающихся странах (будущих государствах-членах ОПЕК) в силу высоких единичных объемов запасов открываемых залежей и благоприятных природных условий их залегания. Если же возникала необходимость обращаться к заемному капиталу, МНК легко получали необходимые средства в своих материнских странах в рамках корпоративного финансирования под низкий процент и на долгий срок в силу своих высоких кредитных рейтингов, обусловленных, как прави-

ло, устойчиво профицитными корпоративными бюджетами. В большинстве развивающихся стран добыча нефти осуществлялась филиалами МНК, поэтому материнские компании имели возможность получать необходимые заемные средства под меньший процент в материнских странах и перебрасывать их по внутрикорпоративным каналам в нужный регион, где привлечение заемного финансирования на местном рынке обходилось бы намного дороже, если бы было возможно вообще. Это являлось дополнительным фактором удешевления заемного финансирования.

Рисунок 4

Финансирование нефтяных проектов до начала 1970-х годов

Международные нефтяные компании



В 70-х годах правительства государств-нефтеэкспортеров и государств-нефтеимпортеров стали активно включаться в нефтяной бизнес:

- в принимающих странах (нефтедобывающих странах-импортерах капитала) - с целью обеспечения большего контроля за использованием суверенных природных ресурсов и увеличения государственных доходов от их эксплуатации как путем косвенного, так и прямого участия в НГК, в последнем случае - путем национализации расположенных в развивающихся странах добывающих активов МНК в 70-е годы;

- в странах-импортерах нефти - для того, чтобы уменьшить опасения, связанные с надежностью нефтяных поставок.

Стремление уменьшить негативные для торговых и платежных балансов стран-импортеров последствия роста цен на нефть переросло в попытки замещения импортной (в основном ОПЕКовской)

нефти отечественной, для чего активизировались поисково-разведочные работы на нефть и газ в самих странах-импортерах. Соответственно, нефтегазовые проекты, наряду с финансированием от МНК, стали получать дополнительное финансирование как из государственных бюджетов, так и за счет официальных займов. Большая часть государственного финансирования осуществлялась путем вложения средств в деятельность укреплявшихся в это время национальных/государственных нефтяных компаний, а также путем прямых государственных инвестиций в акционерный капитал компаний, осуществляющих поддерживаемые государством проекты, и/или путем долгового финансирования (и других форм кредитной поддержки, используя возможности государственных финансовых институтов) (рис. 5).

В 70-е - первой половине 80-х годов МНК, правительства, МФО и коммерческие банки были готовы активно финансировать или инвестировать в нефтяные проекты:

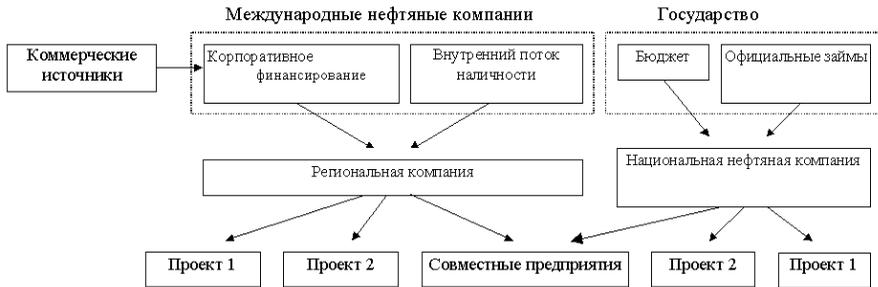
- коммерческие институты - по соображениям высокой нормы возврата на инвестиции в условиях растущих/высоких цен на нефть;

- государственные институты стран-нефтеимпортеров - в стремлении обеспечить национальную энергетическую безопасность (которая в тот период понималась как энергетическая независимость государств) и уменьшить зависимость от импортных поставок;

- государственные институты стран-нефтеэкспортеров – в стремлении поддержать свои только что сформированные (на волне национализации добывающих активов компаний МНК) национальные/государственные нефтяные компании,

- МФО (особенно международные институты развития, такие как Всемирный банк и аффилированные с ним структуры) – в стремлении обеспечить надежность, устойчивость и бесперебойность нефтеснабжения, для обеспечения поступательного и более эффективного развития мировой экономики.

Финансирование нефтяных проектов в 1970 - 1980-е годы



Однако во второй половине 80-х - начале 90-х годов почти все из перечисленных институтов исчерпали свои лимиты финансирования нефтяных проектов. Основной причиной стало снижение в первой половине 1980-х годов и обвал цен на нефть в 1986 году и установившаяся впоследствии достаточно «вялая» ценовая конъюнктура, резко сократившая привлекательность инвестиций в нефтяные проекты и ухудшившая финансовое положение МНК и ННК/ГНК. Кроме того, возросшее в это время внимание общества к экологическим проблемам привело к ужесточению природоохранных требований и вызвало рост соответствующих затрат. В итоге МНК были вынуждены пересмотреть и ввести более жесткие ограничения стандартных критериев финансируемости инвестиционных проектов. То есть МНК стали более разборчивы при выборе объектов финансирования, отдавая все большее предпочтение распределению проектных рисков и сокращению сроков окупаемости по сравнению с условиями финансирования, бывшими для них приемлемыми на более ранних этапах развития нефтяного рынка. В силу этих, а также множества иных причин, включая политически мотивированные требования об увеличении доли участия принимающей стороны, МНК стали вовлекать в проекты широкий спектр партнеров, в том числе местные компании. Увеличение числа участников проектов на данном этапе развития рынка привело к усложнению схем финансирования проектов в силу как более жестких страновых ограничений, так и вовлечения в эти схемы участников с более низкой кредитоспособностью.

С начала 90-х годов большинство государств, как экспортеров, так и импортеров нефти, стало ограничивать свое участие и бюджетные вливания в нефтегазовый сектор, предпочитая стимулировать част-

ных инвесторов к финансированию нефтегазовых проектов. Развитие рынка вышло на такую фазу, когда наращивание отечественного нефтеснабжения перестало быть приоритетной государственной задачей - в рамках рыночной экономики сам мировой рынок за счет сформировавшихся на нем механизмов и накопленного уровня диверсификации поставок смог обеспечить любой прирост спроса на жидкое топливо по приемлемым ценам и с достаточной надежностью поставок в любую географическую точку (в условиях интенсивно растущей интернационализации и глобализации нефтяного бизнеса [4] энергетическая безопасность в этот период стала ассоциироваться с энергетической взаимозависимостью государств). В то же время наметилась устойчивая тенденция ограничения прямого государственного участия в тех областях хозяйственной деятельности, где эффективно работает частный сектор. В результате финансирование нефтегазовых проектов усложнилось, помимо прочего, за счет участия разнообразных государственных и частных финансовых институтов (рис. 6).

Рисунок 6



Сегодня нефтяные компании используют весь спектр доступных финансовых инструментов для финансирования инвестиционных нефтегазовых проектов. Крупнейшие из них предпочитают финанси-

ровать малобюджетные нефтяные проекты за счет собственных ресурсов, прибегая при необходимости к корпоративным заимствованиям, которые в ряде случаев могут оказаться для МНК с их высочайшими кредитными рейтингами более дешевыми, чем долговое проектное финансирование. Однако множество мелких компаний, появившихся и укрепившихся на рынке за последние годы, имеют не столь высокую капитализацию, профицитный бюджет, лимиты кредитования за счет собственных ресурсов и кредитные рейтинги. В этом случае рейтинг проекта может оказаться более высоким, чем рейтинг компании, обеспечивая ей более низкую цену проектных заимствований по сравнению с заимствованиями корпоративными. Даже нефтяные «гиганты» предпочитают проектные заимствования, когда имеют дело с мегапроектами; сталкиваются со страновыми ограничениями (например, когда риск потенциальных убытков в одной из стран осуществления бизнеса оказывается у компании слишком высоким или превышает установленные на эту страну лимиты); их партнерами оказываются компании, лишенные возможности привлечь необходимые средства на условиях корпоративного финансирования.

Соотношение источников частного акционерного и частного долгового финансирования добывающих нефтегазовых проектов составляет примерно 20-40% к 60-80% [3] (рис. 6).

4. ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ: ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ХАРАКТЕРНЫЕ ОСОБЕННОСТИ

Метод *проектного финансирования* возник в связи с неэффективностью, а иногда и невозможностью использования других методов финансирования инвестиционных проектов. Разница между методами финансирования заключается в том, в какой степени кредиторы, исходя из особенностей реализуемого проекта, рассчитывают на будущую выручку как источник покрытия издержек, обслуживания долга и обеспечения участникам достаточного возмещения по их инвестициям.

Существует множество определений метода проектного финансирования. В.Н.Шенаев и Б.С.Ирниязов, предпочитая термин «проектное кредитование», приводят «несколько имеющихся в экономической литературе его определений:

(1) крупные средне- или долгосрочные кредиты под конкретные проекты (проект и кредит увязаны),

(2) инвестиционная деятельность, в которой финансовые ресурсы расходуются для создания производственных активов, которые принесут доходы в дальнейшем, или деятельность, в процессе которой деньги будут расходоваться в ожидании ее окупаемости, что выглядит как кредитование этой деятельности как самостоятельной экономической единицы с целью планирования, финансирования и внедрения в жизнь,

(3) кредитование создаваемой для осуществления проекта самостоятельной экономической единицы, когда в качестве источника погашения займа рассматривают приток денежных средств и доход от проекта, и как дополнительное обеспечение - активы данной экономической единицы».

Их собственное определение: «...проектное кредитование - кредитование, обеспеченное экономической и технической жизнеспособностью отдельно взятого проекта, от реализации которого ожидается достаточный приток денег для обслуживания и выплаты долга и где имеет место приемлемое распределение рисков между его участниками» [6].

Согласно В.Хренову [7], «проектное финансирование - это тип заемного кредитования отдельной хозяйственной единицы (проекта), при котором кредитор рассматривает доходы такой хозяйственной единицы как основной источник фондов, из которых будет производиться обслуживание долга и выплата его основной части. При этом такой займ относится к категории так называемых non-recourse или limited recourse loans, то есть займам, при которых кредитор не имеет или почти не имеет возможности обратиться взыскание на имущество спонсоров проекта и может в основном рассчитывать на удовлетворение своих требований только из имущества самой финансируемой хозяйственной единицы».

П.К.Невитт, автор классического труда «Проектное финансирование», дает такое его определение [8]: «финансирование отдельной хозяйственной единицы, при котором кредитор готов на начальном этапе рассматривать финансовые потоки и доходы этой хозяйственной единицы как источник формирования фондов, из которых будет производиться погашение займа, и активы этой хозяйственной единицы как дополнительное обеспечение по займу».

Г.Д.Винтер: «...это финансирование разработки или использования права, природного ресурса или иного актива, при котором основная часть финансирования не будет предоставлена за счет какой-либо формы акционерного капитала и будет возвращена главным образом из доходов, произведенных рассматриваемым проектом» [9].

В соответствующем официальном издании Всемирного банка [10] Ф.Бенуа говорит об отсутствии однозначного правового определения термина “проектное финансирование”, несмотря на общеупотребительный характер использования этого термина в деловой, финансовой и даже правовой литературе, и приводит два его определения. Одно - определение П.Невитта. Второе определение (а, скорее, описание) дано юридической фирмой Clifford Chance, в соответствии с которым «термин «проектное финансирование» используется для характеристики широкого спектра финансовых структур. Однако, эти структуры имеют одну общую характерную черту - финансирование не зависит в первую очередь от кредитной поддержки спонсоров проекта или стоимости вовлеченных физических активов. При проектном финансировании те, кто предоставляют основной долг, полагаются в значительной степени на результаты хозяйственной деятельности самого проекта» [11]. Далее Ф.Бенуа приводит свое описание: «проектное финансирование относится к структуре, через которую спонсор проекта привлекает финансистов к предлагаемому отдельному проекту на основе доходов проекта, нежели общих активов спонсора. Важным результатом такого подхода является то, что структура проектного финансирования дает возможность спонсору избежать предоставления финансистам права регресса (то есть доступа) к своим общим активам в случае слабых результатов хозяйственной деятельности проекта, что в свою очередь дает возможность спонсору финансировать проект с использованием забалансовых счетов. Такое финансирование с использованием забалансовых счетов является для многих спонсоров существенным аргументом при обращении к структуре проектного финансирования» [10].

В специальном выпуске журнала Международной Юридической Ассоциации «Юрист международного бизнеса», посвященном проектному финансированию, дается такое его описание: «Основной характерной чертой проектного финансирования является то, что оно осуществляется без права регресса или с правом ограниченного рег-

ресса. Это обычно достигается предоставлением финансирования компании специального назначения, учрежденной исключительно для целей реализации проекта. Являясь компанией с ограниченной ответственностью, эта компания специального назначения обеспечивает невозможность перевода ответственности на инициаторов проекта. Со своей стороны, кредиторы будут полагаться на ожидаемые финансовые потоки от проекта в качестве первоочередного обеспечения, и уже затем на компанию специального назначения и активы проекта в качестве обеспечения второй очереди» [12].

П.Р.Вуд : «банки предоставляют финансирование для конкретного проекта и берут на себя риска успеха или неудачи этого проекта» [13].

В книге Х.Разави [3] определение «проектного финансирования» просто отсутствует - автор подробно описывает отдельные характерные его стороны, не давая обобщающего определения.

Таким образом, становится очевидной невозможность принятия какого-либо одного унифицированного и общепринятого определения данного понятия, поскольку каждое из вышеупомянутых в какой-то степени отражает суть «проектного финансирования».

Детальному описанию техники проектного финансирования посвящено достаточно специальной литературы, в том числе и упомянутой выше [3, 6, 8-13]. Ниже будут приведены наиболее характерные его черты, необходимые для понимания пороговых условий «финансируемости» инвестиционных нефтегазовых проектов.

Существует три вида проектного финансирования:

- с правом полного регресса (кредитор сохраняет за собой право полной компенсации относительно всех обязательств заемщика),
- без права регресса (кредиторы берут на себя большинство рисков, правда, особого характера, отказываясь от всех требований в отношении учредителей),
- с правом частичного регресса (происходит распределение рисков между кредитором и заемщиком, при котором кредиторы имеют ограниченное право перевода на заемщика ответственности за погашение кредита).

Их обобщенная характеристика представлена в таблице 1.

Таблица 1

Применение различных видов проектного финансирования

| Вид проектного финансирования | Содержание | В каких случаях применяется |
|---------------------------------|--|--|
| 1. С правом полного регресса | Кредитор сохраняет за собой право полной компенсации относительно всех обязательств заемщика. | <ul style="list-style-type: none"> • заем предоставлен в качестве экспортного кредита; • проект не будет приносить вообще или только небольшое количество денежных доходов в период его финансирования; • проект является слишком маленьким для того, чтобы были произведены дополнительные расходы, или он является частью более крупного проекта. |
| 2. Без права регресса | Кредиторы берут на себя большинство рисков, правда, особого характера, отказываясь от всех требований в отношении учредителя. | <ul style="list-style-type: none"> • объект находится в стране с политически стабильным климатом; • риски по созданию, завершению и введению в действие объекта без труда могут быть оценены кредиторами; • не привлечена неопробованная технология, продукт легко может быть реализован на известных рынках, и кредиторы рассчитывают на то, что достаточно точно смогут оценить ценовой риск. |
| 3. С правом частичного регресса | Разделение рисков между кредитором и заемщиком, при котором кредиторы имеют ограниченное право перевода на заемщика ответственности за погашение кредита («Сахалин-2») | <ul style="list-style-type: none"> • Этот вид наиболее распространен, так как все риски по проекту распределяются между участниками таким образом, чтобы каждый из них был принят на себя той стороной, которая смогла бы наилучшим образом оценить и застраховать принятый на себя риск. |

В нефтегазовом комплексе основными участниками проектного финансирования являются принимающее государство-собственник

недр, проектная компания (компания специального назначения - оператор проекта), учредители проектной компании (инициаторы или «спонсоры» проекта), кредиторы (банки) и инвесторы (специализированные финансовые институты и фонды), поставщики (и/или лизинговые компании) товаров и услуг и подрядчики, покупатели продукции проекта, страховые и перестраховочные компании, советники и консультанты (финансовый, юридический и др.) и т.п. (рис. 7). Таким образом, чтобы проект состоялся, необходимо достижение баланса интересов всех потенциальных участников проекта.

Учитывая суверенные интересы государства как собственника природных ресурсов, его принципиальное решение о готовности предоставить свои недра во временное пользование квалифицированной специализированной компании для осуществления ею процесса недропользования является стартовым для подготовки, финансирования и реализации нефтегазового проекта. Однако не стоит забывать и о важности интересов других участников проекта. Особенно это актуально для России, где они учитываются (в том числе на законодательном уровне) далеко не в полной мере.

Рисунок 7

Участники проектного финансирования



Участники проекта 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. Набор такого рода договоров различен:

- между государством и проектной компанией может быть заключен лицензионный договор (модернизированное концессионное соглашение, то есть договор по типу «налог плюс роялти») или соглашение о разделе продукции;

- между проектной компанией и покупателями могут быть заключены соглашения по типу «бери и плати» или «бери или плати»;

- между проектной компанией и поставщиками могут быть заключены различные соглашения, например по типу «поставляй или плати»;

- между проектной и лизинговой компанией могут быть заключены соглашения о различных формах лизинга (прямой, леввереджированный, финансовый);

- между проектной компанией и советниками и консультантами - договоры о предоставлении услуг и т.д.

Но у всех них есть одно общее: система двусторонних договоров, объединяющая пары сторон в многочисленную совокупность участников проектного финансирования, является тем более эффективной, чем более развитой в стране осуществления проекта является экономика-правовая среда. 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 эффективной реализации проекта в целом. Именно поэтому важнейшим условием эффективного осуществления проекта и применимости проектного финансирования (иначе говоря, условием «финансируемости» проекта) является наличие в стране действенной системы контрактного права, развитых институтов гражданско-правовых отношений, эффективно защищающих интересы всех сторон возникших в ходе проектного финансирования правоотношений.

В отличие от обычного кредитования (корпоративного финансирования), где заемщиком 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) играют существенно меньшее значение, чем экономическое обоснование устойчивости предлагаемого проекта, обеспечивающее финансовые потоки *будущих* периодов. Таким образом, поскольку это обоснование носит ве-

роятностный характер, на первый план выходят риски осуществления проекта, причем риски для всех его участников.

Номенклатура рисков при проектном финансировании достаточно велика. Основные из них, а также возможные способы их минимизации показаны в таблице 2.

Таблица 2

*Риски при осуществлении проектного финансирования
и некоторые методы их снижения*

| Виды рисков | Примеры | Методы снижения рисков |
|--------------------------------|--|---|
| Строительные | Задержки ввода проекта в эксплуатацию. | <ul style="list-style-type: none"> штрафные санкции подрядчикам и поставщикам; установление фиксированной стоимости строительства, обязанность заемщика покрыть все дополнительные расходы. |
| Производственные | Технический риск; экономический риск; превышение сметы затрат. | <ul style="list-style-type: none"> применение апробированной технологии; проведение дополнительной технической экспертизы; предоставление гарантий, страхование перебоев в производстве; долгосрочные договоры снабжения; создание резервного фонда. |
| Управленческие | Недостаточная квалификация управленческого персонала. | <ul style="list-style-type: none"> согласование с кредиторами штата управляющего персонала. |
| Сбытовые | Изменение цен и объема рынков продукции. | <ul style="list-style-type: none"> заключение долгосрочных контрактов с покупателями; страхование ценовых рисков (хеджирование). |
| Финансовые | Валютные риски; изменение ставки процента по кредиту. | <ul style="list-style-type: none"> страхование валютных рисков (хеджирование); ограничение выплаты дивидендов; залог товарно-материальных ценностей. |
| Страновые | Политика и законодательство государства. | <ul style="list-style-type: none"> государственные гарантии; проектные накопительные (эскроу) счета за границей; страхование экспортно-импортными агентствами; создание СП. |
| Наступления стихийных бедствий | Пожары, наводнения, землетрясения и др. | <ul style="list-style-type: none"> страхование. |

Для снижения проектных рисков используются различные механизмы, в основном различного рода гарантии. В общем виде *гарантия* - это «обязательство (поручительство) гаранта, принимаемое по отношению к бенефициару по поручению другого лица (принципала) в обеспечение выполнения последним своих обязательств перед бенефициаром» [3]. Целью гарантий является дополнительное страхование финансовых интересов сторон, участвующих в сделке. Основные виды гарантий при проектном финансировании показаны на рисунке 8.

Рисунок 8

Виды гарантий при проектном финансировании



С точки зрения основания для реализации, т.е. выполнения гарантом своих обязательств перед бенефициаром, гарантии делятся на *безусловные* и *обусловленные*. При выставлении *безусловной* гарантии гарант выполняет свои обязательства перед бенефициаром против его первого простого требования, даже если оно ничем не обусловлено и не подтверждено представлением каких-либо дополнительных документов (наиболее выгодный для бенефициара тип гарантии). Реализация *обусловленной* гарантии зависит от выполнения определенных условий, в частности представления дополнительной документации.

В большинстве случаев при проектном финансировании кредиторы согласны рассматривать только прямые безусловные гарантии, в которых гарант принимает на себя обязательства гарантируемого им лица в полном объеме. Однако иногда на практике приемлемо ис-

пользование и других видов гарантий: *ограниченных, косвенных, условных и подразумеваемых*.

Гарантии могут быть *ограничены* по сумме, по времени или же по двум параметрам одновременно. К первой относятся гарантии возмещения возникших убытков сверх или в пределах определенных границ, а также гарантии, покрывающие превышение запланированного уровня расходов. Речь идет о гарантиях, покрывающих превышение сметной стоимости строительства и/или операционных расходов при недостаточности потоков денежных средств. Создание учредителями резервных фондов на случай непредвиденных обстоятельств также может рассматриваться кредиторами как гарантия, ограниченная по сумме. Ограниченные по времени гарантии выставляются в тех случаях, когда предполагаемый гарант не готов на выставление прямых гарантий и решается гарантировать проектные расходы только на определенный срок. Это гарантии, предоставляемые на период строительства или выхода производства на проектную мощность, гарантии завершения строительства и ввода в эксплуатацию. Риски проектов на этих стадиях достаточно велики, и поэтому кредиторы предпочитают иметь гарантов на этот период.

Под *косвенными* гарантиями подразумеваются: гарантии сбыта выпускаемой продукции по запланированной цене и гарантии приемлемых цен на поставляемое сырье и комплектующие изделия. Они не находят отражения в балансе гаранта и проходят за балансом. В то же время косвенные гарантии содержат четко определенные обязательства сторон. Такими гарантиями могут быть контракты типа "бери или плати", "бери и плати", "поставляй или плати".

Условные гарантии - это гарантии, где реализация гарантийных обязательств зависит от наступления событий, вероятность которых невелика, но кредиторы тем не менее предпочитают застраховаться от случайностей. Существуют различные обстоятельства, под которые выставляются такие гарантии: наступление нестрахуемых обстоятельств; нежелательное (сверх определенного лимита) изменение цен на продукцию проекта, делающее его экономику отрицательной; действия правительства принимающей страны, ухудшающие условия реализации проекта.

Подразумеваемые гарантии по своей сути не являются гарантиями. Это просто ряд договоренностей, которые с точки зрения кредитора могут способствовать обеспечению поддержки со стороны

третьих лиц. Они крайне популярны среди гарантов в силу необязательности их отражения в финансовой отчетности. Наиболее распространенной формой этих гарантий являются: комфортные письма; согласие материнской компании не продавать и держать 100% акций филиала-заемщика до погашения последним кредита; оговорки "перекрестного" невыполнения обязательств, когда невыполнение кредитного соглашения по проекту автоматически приводит к невыполнению прочих контрактов и соглашений. Кроме того, это может быть обязательство не допустить снижения уровня оборотного капитала ниже определенной границы.

Таким образом, одной из основных проблем при проектном финансировании является проблема адекватной оценки существующих многочисленных рисков и выбора соответствующих инструментов их уменьшения.

5. ОСОБЕННОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МЕХАНИЗМОВ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИИ

Как было показано выше, в мире существуют различные виды финансирования нефтегазодобывающих проектов. Применительно к России, по мнению некоторых финансистов [7], имеет смысл говорить лишь о двух из них:

- вложение собственных средств спонсоров проекта, которыми, как правило, выступают соучредители компании-инвестора;
- привлечение заемного капитала.

Согласно экономическим постулатам финансовой деятельности в части различия между доходностью по заемному и инвестиционному капиталу, банкам и финансовым учреждениям, предоставляющим заемное финансирование, гораздо труднее принимать на себя кредитные риски, чем инвесторам, вкладывающим собственный рискованный капитал. В силу своего положения при анализе кредитных рисков банки вынуждены основное внимание уделять неблагоприятным факторам, способным привести к неудаче проекта. Более того, по международному и национальному банковскому праву большинства государств существует предельный уровень рисков, которые банки и кредитные учреждения вправе принять на себя при выделении финансовых ресурсов. Поэтому, учитывая высокую степень кредитных рисков в России, до сих пор проектное финансирование со стороны

иностранных коммерческих банков в российские проекты практически отсутствовало.

Контрактное право, институты и инструменты гражданско-правовых отношений с участием государства (что особенно актуально для нефтегазовой отрасли России) в нашей стране развиты недостаточно. Основной акцент в прошедшие годы делался на развитие правовой инфраструктуры фондового рынка, обеспечивающего процессы корпоративного финансирования. Формирование же правовой инфраструктуры, обеспечивающей адекватное снижение рисков, существующих при проектном финансировании, шло с заметным отставанием, ибо до недавних пор даже на уровне Правительства РФ не было заметно особой разницы в политике по отношению к финансовым спекулянтам фондового рынка и стратегическим инвесторам, вкладывающим деньги в реальный сектор экономики [15].

Хотя в других странах проектное финансирование стало во многих случаях предпочтительной формой предоставления заемного капитала, в том числе для нефтегазовых проектов на наиболее капиталоемкой стадии разработки, международное банковское сообщество рассматривает сегодня финансовые риски в России как неприемлемые. Одной из немногих форм кредита, осуществляемого на основе проектного финансирования в России, до сих пор были займы со стороны международных кредитно-финансовых учреждений, таких, как Всемирный банк, Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), Международная финансовая корпорация (МФК) и организации экспортного кредитования индустриально развитых государств (например, американский и японский экспортно-импортные банки), за всеми из которых, кроме традиционных форм так называемой «кредитной поддержки» (т.е. залогового обеспечения, гарантий спонсора проекта и т.д.), стоят государства-участники (учредители) указанных финансовых учреждений. Без политической защиты со стороны международного сообщества коммерческое кредитование крупных российских проектов на основе традиционного проектного финансирования не будет доступно еще по меньшей мере несколько лет, пока в России не получит достаточного развития коммерческое и финансовое законодательство, пока не будет стабильности и единообразия его применения и пока все остальные риски – политические и экономические – не будут снижены до уровня, позволяющего обеспечить «финансируемость» таких проектов по международным банковским

стандартам [4]. Это делает актуальной задачу концентрации усилий российского законодателя на формировании экономико-правовой среды, учитывающей и защищающей интересы не только государства (на что сегодня направлена в основном законотворческая деятельность, по крайней мере в сфере инвестиционного и особенно недропользовательского законодательства), но и всех других участников проектного финансирования, в том числе финансового-банковского сообщества.

В ближайшее время инвесторы должны будут принимать на себя большую часть инвестиционных рисков, а также пользоваться другими доступными формами кредитования с участием МФО или иностранных правительственных учреждений. Эта ситуация ограничивает возможности инвесторов, поскольку возможности перечисленных категорий потенциальных кредиторов неограничены, более того, они существенно уже, чем возможности международного коммерческого банковского капитала. Однако поскольку в ближайшие годы нам придется продолжать опираться в финансировании проектов на кредитную поддержку со стороны МФО и государственных финансовых институтов, ниже будут рассмотрены некоторые возможности по расширению уже сегодня возможностей перечисленных категорий потенциальных кредиторов по проектному финансированию российских проектов СРП.

Такие МФО, как Всемирный банк и ЕБРР, ориентируются, прежде всего, на продвижение экономических реформ в соответствующих государствах мирового сообщества. Риск возможной неудачи распределен у этих организаций между большим числом стран-учредителей, при том, что при прочих равных условиях государство как экономический институт готово работать при меньшей норме возврата на инвестиции, а значит, и в среде с более высокими предпринимательскими рисками, чем частный бизнес. Указанные организации, ориентируясь в первую очередь на содействие системным реформам в кредитруемых ими странах, готовы взять на себя часть тех повышенных политических рисков, при которых не готовы работать международные коммерческие банки, ориентирующиеся на максимизацию чисто экономических результатов своей деятельности. Поэтому МФО выполняют для частного бизнеса роль «разведчика» возможностей предпринимательской деятельности в той или иной стране, а результаты их деятельности обычно служат индикатором для

частного бизнеса при принятии им решений об инвестиционных или финансовых операциях в этих странах. Уже поэтому их присутствие в той или иной стране с переходной экономикой является необходимым.

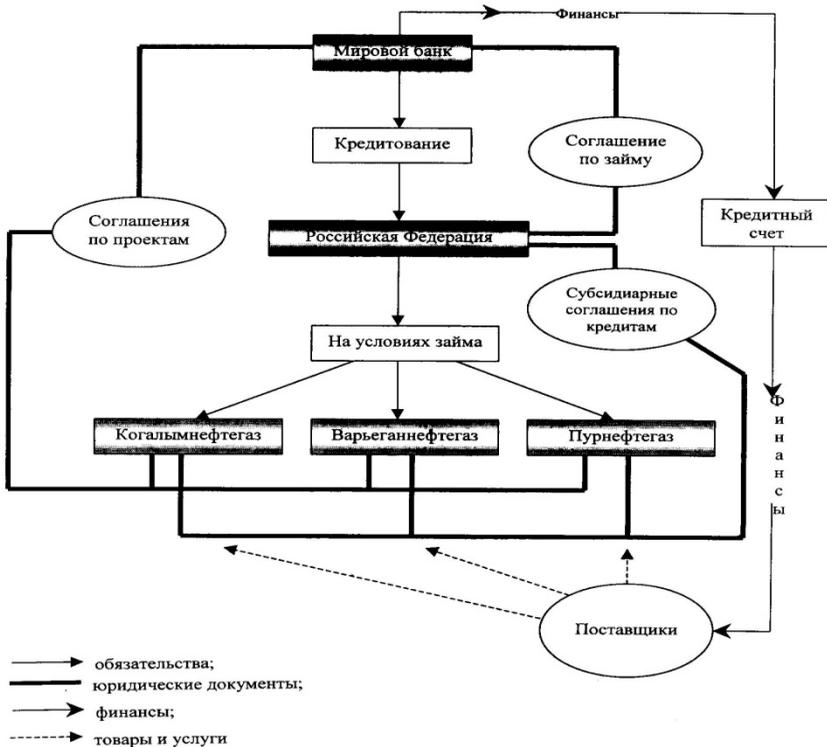
Среди государственных финансовых институтов в наибольшей степени продвижение частного западного бизнеса в энергетику России могут инициировать страховые экспортные агентства промышленно развитых стран, основной задачей которых является содействие экспортно-ориентированным операциям своего национального бизнеса. Таким образом, при кредитовании российской энергетики коммерческие западные фирмы в случае распределения операционного риска с соответствующими экспортно-импортными и страховыми агентствами своих стран (экспортно-импортные банки США и Японии, Агентство страхования заграничных частных инвестиций США — ОПИК и др.) также могут быть в первых рядах кредиторов наряду с МФО.

5.1. "НЕФТЯНОЙ РЕАБИЛИТАЦИОННЫЙ ПРОЕКТ "ВСЕМИРНОГО БАНКА И ЕБРР И "РАМОЧНОЕ КРЕДИТНОЕ СОГЛАШЕНИЕ ДЛЯ НЕФТЕГАЗОВОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ РОССИИ" С ЭКСИМБАНКОМ США – ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ЭТАП НА ПУТИ ОТ ДЕФИЦИТНОГО К ПРОЕКТНОМУ ФИНАНСИРОВАНИЮ.

В силу изложенного, в 90-е годы первыми крупными кредитами «нового» образца, представляющими промежуточный этап организации иностранных кредитов в их эволюции от дефицитного к проектному финансированию, стали «Нефтяной реабилитационный проект» Всемирного банка и ЕБРР и «Рамочное кредитное соглашение для нефтегазовой промышленности России» с Экспортно-импортным Банком США [5].

«*Нефтяной реабилитационный проект*» Всемирного банка и ЕБРР является одним из первых в России кредитов «нового» образца, несмотря на то, что требует выдачи суверенной гарантии, поскольку предоставлен Правительству РФ. В то же время в своей внутренней организации он использует принципы проектного финансирования (рис. 9).

Условия кредитования, юридическое оформление и направление финансовых средств по нефтяному реабилитационному проекту МБРР/ЕБРР



Объем и механизм предоставления этого кредита определялись не по стандартной схеме формирования кредитных линий, получаемых под суверенную гарантию и поступающих в федеральный бюджет, из которого впоследствии выделялись некоторые суммы, по сути бесплатно распределяемые (бюджетное финансирование) между предприятиями-потребителями выделенных финансовых ресурсов. Сумма нефтяного реабилитационного проекта была «собрана снизу» при совместной работе экспертов Всемирного банка и ЕБРР и российских специалистов путем составления технико-экономических обоснований по конкретным объектам в конкретных нефтегазодобывающих производственных объединениях: Когалымнефтегаз (ком-

пания «ЛУКОЙЛ»), Варьеганнефтегаз (СИДАНКО), Пурнефтегаз (Роснефть) [16].

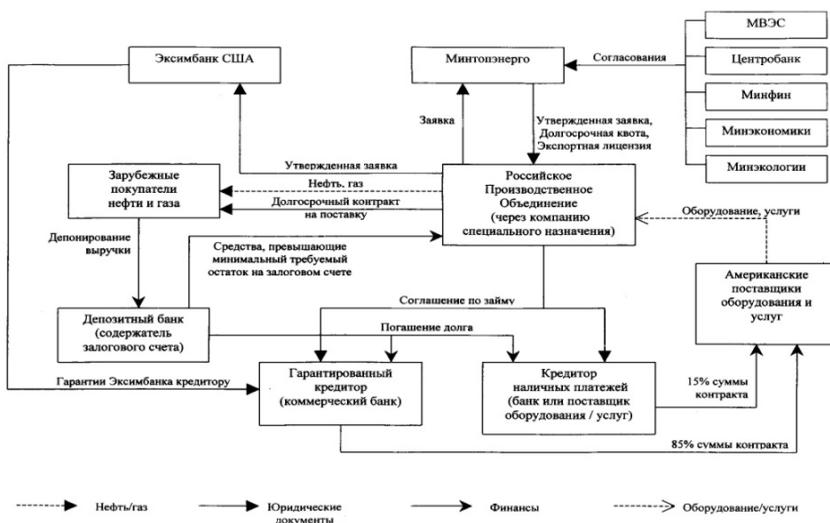
В современных условиях функционирования российской нефтяной промышленности МФО не готовы предоставлять кредиты на восстановление бездействующих скважин (а именно на эти цели выделялись кредитные средства по нефтяному реабилитационному проекту) на условиях «чистого» проектного финансирования непосредственно российским производственным объединениям, поскольку последние могут обеспечить систему производственных гарантий кредиторам только в рамках сферы своей правовой компетенции, то есть на условиях франко-промысел. Сами нефтяные компании не застрахованы от изменений российского законодательства (поэтому когда очередное ужесточение налогового законодательства сделало для этих компаний невозможным возврат кредитов в обусловленные сроки, некоторые из них были вынуждены отказаться от невыбранной части кредитов по реабилитационному проекту). Обеспечить необходимые гарантии по прокачке на экспорт дополнительно добытой нефти может только Правительство РФ, являющееся единственным голосующим акционером компании «Транснефть». Поэтому Всемирный банк и ЕБРР предоставляют на эти цели кредитные ресурсы Российской Федерации в лице ее Правительства, а не непосредственно производственным объединениям (нефтяным компаниям) — это является одним из условий возвратности кредита при нынешней организации хозяйственных отношений в нефтегазовом комплексе России.

При подготовке *«Рамочного кредитного соглашения для нефтегазовой промышленности России»* с Экспортно-импортным Банком США была реализована несколько иная, чем при взаимодействии со Всемирным Банком, схема формирования займа: если «Нефтяной реабилитационный проект» создавался для конкретной производственной задачи (восстановление бездействующих скважин), для реализации которой определялись специальные «рыночно-ориентированные» правовые рамки «промежуточного» (между «дефицитным» и «проектным» финансированием) характера, то рамочное соглашение с Эксимбанком США было изначально ориентировано на создание правовой схемы (модельных условий), характеризующейся определенным набором параметров, под которую могли бы быть подобраны соответствующие производственные проекты, удовлетворяющие этим «рамочным» требованиям. Конкретные про-

екты между российскими производственными объединениями и американскими фирмами осуществляются на базе индивидуальных типовых соглашений (с фиксированным нижним пороговым значением 25 млн долл.) в пределах рамочного соглашения с Эксимбанком США, а отбор этих проектов осуществляется на не требующих государственной гарантии принципах проектного финансирования по стандартной процедуре [16] (рис. 10).

Рисунок 10

Условия кредитования, юридическое оформление и направление финансовых средств по рамочному кредитному соглашению с Эксимбанком США для нефтегазовой промышленности России



Таким образом, оба рассмотренных соглашения имеют «пионерный» для российского НГК характер и выступают в качестве промежуточного звена в эволюции организационных форм его (внешнего) финансирования: от кредита под суверенную гарантию к проектному финансированию.

5.2. ПРОЕКТ «САХАЛИН-2»: ПЕРВЫЙ ОПЫТ «ЧИСТОГО» ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИЙСКОМ НГК

Первым опытом «чистого» проектного финансирования в российском НГК является проект «Сахалин-2», предусматривающий освоение нефтегазового Пильтун-Астохского и газового Лунского месторождений на северо-восточном шельфе острова Сахалин, содержащих

примерно 140 млн.тонн нефти и 408 млрд.куб.метров газа и расположенных в 15 км от берега на акватории, в течение шести месяцев в году покрытой льдом [17]. Проект является преимущественно экспортно-ориентированным, предусматривающим:

- танкерные и нефтепроводные поставки на внутренний и внешний рынки;
- подачу одной части добытого газа (попутный газ Пильтун-Астохского месторождения) по трубопроводу на внутренний рынок (вероятно, остров Сахалин и Хабаровский край), а другой - большей - части (газ Лунского месторождения) - по газопроводу на юг острова, где будет построен завод СПГ. Сжиженный газ будет поставляться метановозами на растущие рынки Юго-Восточной Азии.

Спонсорами проекта (учредителями Проектной компании «Сахалин Энерджи Инвестмент Компани») являются в настоящее время четыре иностранные компании: Маратон (США) - 37,5%, Мицуи (Япония) - 25%, Ройял-Датч/Шелл (Нидерланды/Великобритания) - 25%, Мицубиси (Япония) - 12,5%. Некоторые классификационные признаки проекта «Сахалин-2» приведены на рис. 11 (выделены двойной рамкой).

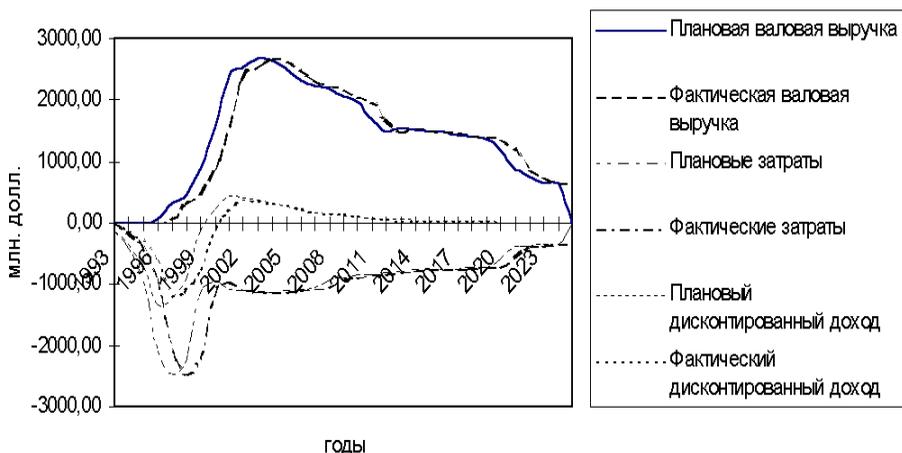
Рисунок 11
Некоторые классификационные признаки проекта «Сахалин-2»



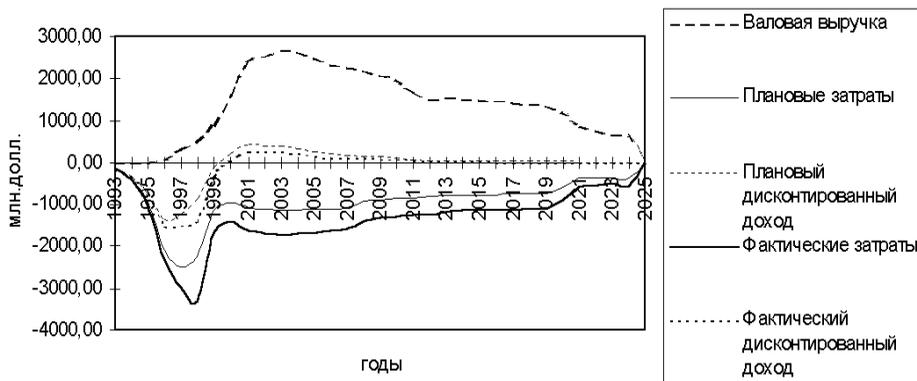
Проект «Сахалин-2» является крупным - капитальные вложения в проект составят около 10 млрд. долл. США. При таких огромных капиталовложениях единственным возможным способом финансирования проекта «Сахалин-2» является метод проектного финансирования, поскольку ни одна корпорация или государство единолично не в состоянии принять на себя огромные риски, связанные с инвестициями в данный проект. Проект рассчитан на долгосрочный период – его жизненный цикл превышает 30 лет, что существенно увеличивает цену любого риска (в терминах ЧДД) при осуществлении данного проекта, в том числе риск невозврата вложенных в финансирование проекта средств. По расчетам, в случае задержки строительства объектов проекта «Сахалин-2» на 1 год, ЧДД проекта снижается примерно на 5-10% (рис. 12), а увеличение сметы затрат в 1,5 раза приводит к снижению ЧДД примерно во столько же раз (рис. 13).

Рисунок 12

Проект «Сахалин-2»: диаграмма потока денежных средств в случае задержки строительства объектов на 1 год



Проект «Сахалин-2»: диаграмма потока денежных средств в случае превышения сметы затрат при финансировании проекта в 1,5 раза

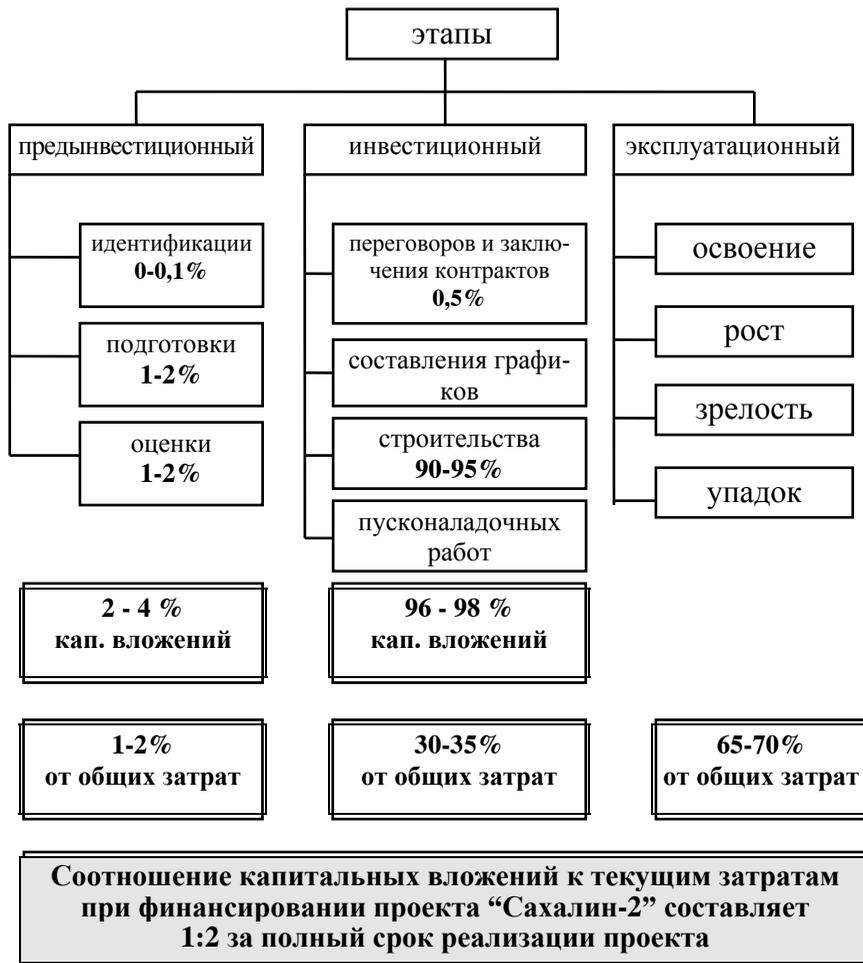


По степени независимости данный проект можно рассматривать с двух позиций:

- потоки денежных средств не обусловлены реализацией других проектов;
- на шельфе о.Сахалин ведется освоение других месторождений, которые могут использовать созданную в рамках проекта «Сахалин-2» производственную инфраструктуру (трубопроводы, терминалы и другие сооружения), и с этой точки зрения будут взаимозависимыми. Тогда впоследствии часть производственных расходов по проекту «Сахалин-2» может быть учтена как «прошлые затраты» для некоторых последующих сахалинских проектов с соответствующей корректировкой финансовых потоков.

Но «Сахалин-2» является взаимозависимым «внутри себя», поскольку разработка Пильтун-Астохского месторождения технологически и организационно связана с разработкой Лунского месторождения. Как правило, по типу выгод все проекты по разработке месторождений относятся к нацеленным на расширение продаж. По типу потока денежных средств «Сахалин-2» - традиционный, т.е. изменение знака ЧДД проекта происходит один раз (сначала ЧДД является отрицательным, затем - положительным).

**Структура полных проектных затрат по фазам
осуществления инвестиционного проекта**



Весь жизненный цикл проекта условно делится на три этапа (рис.14). Примерно 2/3 совокупных затрат за полный жизненный цикл проекты приходится на эксплуатационные затраты, но они распределены в течение примерно в 4-5 раз большего периода времени, чем затраты капитальные. Основные капиталовложения (96-98%) приходятся на инвестиционный этап, поэтому именно с ним связаны наибольшие риски финансирования. Следовательно, чтобы не были на-

рушены сроки этапов исполнения проекта, не возросли проектные затраты против плановых, то есть чтобы были обеспечены запланированные сроки и уровни окупаемости инвестиций и возврат заемных средств, необходимо:

- обеспечить заключение и исполнение договоров,
- выдержать графики поставок и строительства,
- проведение пусконаладочных работ,
- своевременный пуск объектов проекта.

Эти задачи для проекта «Сахалин-2» особенно актуальны, поскольку работы на объекте ограничены очень коротким «погодным окном» (с мая по октябрь).

Проект «Сахалин-2» основывается на финансировании с правом частичного регресса, т.е. «Сахалинская энергия» (проектная компания) рискует капиталом своих акционеров и спонсоров перед основными кредиторами (ЕБРР, МФК, Эксимбанк Японии и ОПИК США) – капиталовложения «Сахалинской энергии» в проект являются субординированным долгом по отношению к вложениям основных кредиторов. То есть в первую очередь из денежных потоков от проекта будет погашаться долг перед ними, и только затем осуществляться выплаты акционерам. Если средств, генерируемых самим проектом, не будет хватать для обслуживания долга перед основными кредиторами, то выплаты производятся за счет «Сахалинской энергии».

Таблица 3

Содержание и соотношение источников финансирования проекта при проектном финансировании

| Источники финансирования | Содержание | Доля участия в проекте | Доля участия в проекте «Сахалин-2» |
|------------------------------|--|------------------------|------------------------------------|
| 1. Собственный капитал. | Составляет основу для дополнительного привлечения в проект капитала инвесторов с более высоким статусом. Состоит из средств обыкновенных акций, нераспределенной прибыли и резервов. | 10-15% | 0% |
| 2. Субординированные кредиты | Используется учредителями для привлечения и поддержки основного кредита третьей стороны. При определении необходимого соот- | 20-35% | 20% |

| | | | |
|--------------------------------|---|--------|-----|
| | ношения собственных и заемных средств приравнивается кредиторами, предоставившими несубординированные кредиты, к собственному капиталу. | | |
| 3. Несубординированные кредиты | Представляют основную сумму финансирования проекта и стоят первыми в списке погашения в случае финансовых осложнений проекта. | 50-70% | 80% |

В таблице 4 показано, каким образом в рамках этого проекта происходит минимизация основных рисков. Причем выполнение конкретных действий с целью минимизации рисков является необходимым условием получения кредитов под этот проект.

Таблица 4

Условия получения основных кредитов для финансирования проекта "Сахалин-2", механизм влияния этих условий на проектные риски

| Условия | Виды рисков, на которые они влияют | Механизм влияния |
|---|---|---|
| а) независимое подтверждение запасов и прогнозируемой добычи месторождений; | Производственный | Риск снижается путем независимой экспертизы. |
| б) получение расчетных валютных доходов от экспорта углеводородов в объеме, достаточном для выплаты процентов и основной суммы долга, а также оплаты других валютных расходов (кредиторы проекта освоения и разработки Лунского месторождения потребуют также долгосрочные договоры купли-продажи СПГ в качестве источника валютного дохода); | Сбытовой | Риск снижается путем заключения долгосрочных контрактов на покупку продукции. |
| с) экспорт достаточных объемов нефти, конденсата и СПГ в Японию и другие страны для получения финансирования со стороны Эксимбанка Японии и соответствующих учреждений импортного кредита; | Сбытовой | Риск снижается путем заключения долгосрочных контрактов на покупку продукции. |

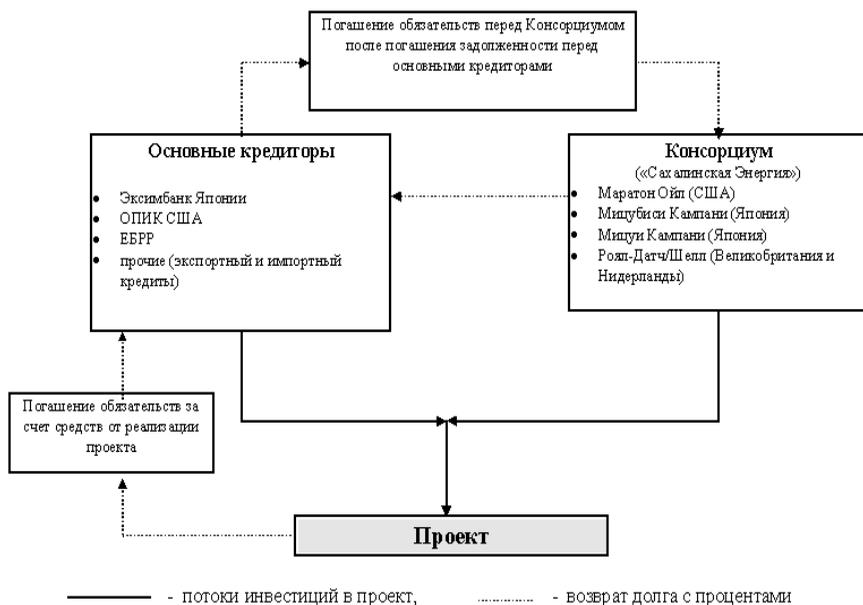
| | | |
|---|------------------------|--|
| d) предоставление займов в согласованном размере со стороны Консорциума; | Обеспечения по кредиту | Для получения основного кредита необходимо получение субординированного долга. В этом случае риск основного кредитора снижается. |
| e) соответствующая система обеспечения и гарантий, предоставляемых основным кредиторам, включая открытие зарубежных залоговых счетов и приемлемые обязательства по пуску объектов Проекта, согласованные с основными кредиторами; | Обеспечения по кредиту | Риск снижается путем открытия залоговых счетов за рубежом, а также резервных счетов. |
| f) передача Консорциуму прав оперативного управления Проектом; | Управленческий | Риск снижается путем передачи прав управления проектом компетентному и напрямую заинтересованному юридическому лицу. |
| g) обязательства Российской Федерации и областных администраций в отношении невмешательства в реализацию Проекта | Страновой | Риск минимизируется в результате реализации механизма СРП. |
| h) создание стабильного налогового и в целом правового режима, позволяющего добиться приемлемой для Консорциума экономической эффективности Проекта; | Страновой | Риск минимизируется в результате реализации механизма СРП. |
| i) разрешения и согласования, необходимые для реализации Проекта, в том числе на открытие банковских счетов за рубежом и конвертирование рублевых средств; | Финансовый | Риск снижается путем перевода менее стабильной валюты (рубли) в более стабильную (доллары США и др. валюты) |
| j) придание исковой силы положениям соглашений по Проекту (включая отказ от суверенного иммунитета). | Страновой | Участники проекта (государство и инвесторы) наделяются равными правами в рамках этого проекта. |

Если рассматривать общую схему финансирования проекта “Сахалин-2” в целом (рис. 15), то собственный капитал (субординированные кредиты, предоставленные компаниями Консорциума - учредителями проектной компании) на первом этапе (по состоянию на

апрель 2000 года) составят примерно 70% от общих инвестиций в проект (1,2 млрд. долларов США) и несубординированные кредиты, предоставленные основными кредиторами - около 30%. В процессе реализации проекта это соотношение будет меняться и к моменту завершения проекта, видимо, будет составлять 20% к 80% соответственно. Несубординированные кредиты предоставляются с целью получения основных займов, поскольку в первую очередь задолженность погашается перед кредиторами, их предоставившими. На схеме показано, что Консорциум рискует своими капиталовложениями перед основными кредиторами в случае нехватки денежных средств от самого проекта.

Рисунок 15

Схема финансирования проекта “Сахалин-2” в целом



Учитывая высокий уровень капиталовложений в проект, с одной стороны, и длительность и сложный характер его освоения, с другой, в целях улучшения его экономики и “финансируемости” необходимо было обеспечить начало генерирования доходной части финансовых потоков проекта в как можно более ранние сроки. С этой целью инвесторы предложили разбить проект на фазы освоения, где концом

первой фазы являлось бы начало добычи первой нефти в июле 1999 года. Предназначенный для этого производственный комплекс “Витязь” включает стационарную платформу “Моликпак” (переоборудованную в буровую и эксплуатационную и приспособленную для сахалинских условий), соединенный с платформой подводным трубопроводом причальный буй, к которому стационарно пришвартован танкер, выполняющий роль накопительного и перегрузочного хранилища, из которого, в свою очередь, загружаются экспортные танкеры-челноки. Поскольку свободная ото льда вода вокруг “Витязя” держится только шесть месяцев в году, производственный комплекс будет пока работать в “летнем” режиме (в период открытой воды) [17].

Стоимость первой фазы освоения проекта “Сахалин-2” (по состоянию на апрель 2000 года) составляет 1,2 млрд долл. Организация ее финансирования является следующей:

- 852 млн.долл. в качестве акционерного финансирования вкладывают спонсоры проекта (учредители Проектной компании) пропорционально их долевою участию в проекте;

- 348 млн.долл в качестве долгового финансирования вкладывают равными долями (по 116 млн.долл. каждый) ЕБРР, американский ОПИК и японский Эксимбанк. Эти займы выданы на срок около 10 лет с момента первой выплаты по ставке, составляющей от 100 до 300 базисных пунктов плюс к ЛИБОРу.

Юридическим консультантом Сахалинской Энергии является компания Кудер Бразерс, финансовым консультантом спонсоров - банк Чейз Манхэттн [18].

По итогам 1998 года первая фаза проекта “Сахалин-2” вошла в десятку крупнейших в мире нефтегазовых проектов, финансирование которых вступило в силу в указанном году (6-е место в мире и 2-е в Восточном полушарии) [19]. По мнению журнала “Project Financing” (“Проектное финансирование”), проект “Сахалин-2” является “возможно лучшим проектом в России”, он “устанавливает новые ориентиры для проектного финансирования в России и может стимулировать дополнительные инвестиции от (международных – авт.) коммерческих банков” [18].

Финансирование первой фазы проекта «Сахалин-2» смогло быть достаточно быстро организовано отчасти и потому, что среди спонсоров проекта не было российских участников. Ведь этот проект по многим своим параметрам является «пионерным» для российского

рынка: это первое проектное финансирование на условиях СРП, это крупнейшая на сегодня сделка по линии проектного финансирования, это первое проектное финансирование нефтегазового проекта на шельфе, и т.д., и т.п. Финансировать пионерные проекты всегда трудней по причине отсутствия накопленного опыта работы и стандартизированных подходов, поскольку апробированные в других странах рецепты на новом месте зачастую не работают. Недостаток свободных собственных средств и низкие долгосрочные кредитные рейтинги российских компаний не дали бы большинству из них адекватной возможности, в случае участия в проекте, обеспечить акционерное финансирование (или соответствующие корпоративные заимствования - см. рис. 6 - оказались бы слишком дорогими), а его доля в финансировании первой фазы достаточно велика - около 53%.

Вторая фаза проекта, предусматривающая полное освоение Пильтун-Астохского месторождения, обойдется примерно в 3,5 млрд. долл. Один из возможных вариантов ее финансирования рассматривается рефинансирование задолженности по займу первой фазы и включение его в состав затрат по второй фазе. И если для финансирования первой фазы финансовые советники обращались к МФО, то для финансирования второй фазы они намерены обращаться и к международным коммерческим банкам.

Это означает, что соответствующим финансовым институтам потребуется четкое представление об условиях и рисках осуществления этого и других аналогичных проектов в НГК России, о механизмах и гарантиях уменьшения этих рисков.

5.3. ПРОБЛЕМА ГАРАНТИЙ ПРИ ПРОЕКТНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ В РОССИИ

При участии в проектах СРП российских компаний в качестве акционеров компании специального назначения, встает вопрос об обеспечении ими стартового (акционерного) финансирования деятельности этой проектной компании. Зачастую оказывается, что российские компании такими возможностями не располагают. И здесь им на помощь могло бы придти российское государство, заинтересованное в реализации этих проектов и являющееся стороной каждого заключенного в нашей стране СРП. Инструментом такой «помощи», а

точнее - экономически выверенной, срочной и возмездной поддержки, могли бы быть *государственные гарантии* нового типа.

В стационарных экономиках государственные гарантии являются наиболее весомым видом гарантий, которые могут применяться в случаях, когда те или иные проекты представляются особо значимыми для экономики страны в целом или имеют политический вес. Они могут использоваться по любому целевому назначению из числа приведенных на рис. 6. Однако сегодня ликвидность традиционных российских государственных гарантий является очень низкой, а чем ниже ликвидность гарантий, тем выше цена заимствования. В условиях переходных экономик, когда роль государства остается весьма высокой, повышение ликвидности государственных гарантий в целях проектного финансирования может резко повысить инвестиционную привлекательность соответствующих проектов и снизить цену их финансирования.

Резкое увеличение ликвидности государственных гарантий в интересах финансирования отдельных проектов может быть обеспечено за счет использования находящегося в распоряжении государства и принадлежащего ему ресурса в рамках каждого конкретного проекта СРП - государственной доли будущей прибыльной нефти. Сегодня этот ресурс в интересах российского государства не используется.

Именно механизмы СРП, даже в условиях нестабильной экономики и запретительной налоговой системы, могут обеспечить инвестору правовую стабильность на весь срок реализации проекта, а также индивидуальный переговорный налоговый режим, обеспечивающий достижение устойчивого баланса интересов государства и инвестора как сторон инвестиционного проекта. Поэтому проекты СРП сегодня продолжают оставаться чуть ли не единственным видом инвестиционных проектов, представляющими реальный интерес для долгосрочных стратегических отечественных и иностранных инвесторов (не финансовых спекулянтов).

Механизм СРП дает возможность обеспечить надежное и высоколиквидное наполнение государственных гарантий, причем выставляемых как на федеральном, так и на региональном уровне [20-22].

При подготовке технико-экономического обоснования проекта на условиях СРП рассчитывается динамика натуральных и стоимостных показателей проекта за полный срок его разработки. Определяется доля продукции, принадлежащая государству (роялти, бонусы, часть

прибыльной продукции и т.п.). Распределение принадлежащей государству прибыльной продукции между федеральным и региональным бюджетами предусмотрено действующим законодательством на базе специальных договоров, заключаемых федеральными и соответствующими региональными властями по каждому проекту СРП. Таким образом, государство, в лице его федеральных и региональных органов, еще до начала реализации проекта - на стадии утвержденного ТЭО - имеет четкое представление о том, когда и сколько оно получит доходов от данного проекта в случае его реализации. Это дает возможность использовать будущие доходы от проекта в качестве обеспечения под привлекаемые для разработки проекта инвестиции (по традиционной фьючерсной схеме). Высокий уровень правовой стабильности СРП (правовой защищенности инвестора в рамках СРП на весь срок реализации проекта) уменьшает риски невыполнения производственной программы СРП вследствие возможных односторонних действий правительства, ущемляющих интересы инвестора.

В соответствии с действующим законодательством, объемы государственных гарантий, выставляемых в качестве обеспечения для внешних заимствований на будущий год, должны утверждаться федеральным законом о бюджете. В его рамках могут быть просуммированы и выставлены отдельной строкой объемы госгарантий под реализацию проектов СРП, обеспечиваемые будущей госдолей нефти в этих проектах.

Сегодня российское законодательство требует утверждения каждого проекта СРП отдельным федеральным законом. Это означает, что при формировании бюджета на будущий год достаточно просуммировать по ратифицированным соглашениям объемы госдолей прибыльной нефти на этот год, не подвергая их отдельному обсуждению в рамках процедуры принятия бюджета. С другой стороны, ратификация отдельных проектов (требование, внесенное в законодательство о СРП, существенно осложнившее для инвестора процедуру заключения соглашения по каждому проекту с государством) обеспечивает инвесторам максимальную правовую защиту в условиях высокой нестабильности российской экономики переходного периода и тем самым существенно понижает риск и повышает долгосрочный финансовый рейтинг выставляемых на базе СРП госгарантий. Правда, при одном условии - выставляемые на базе конкретного

проекта СРП госгарантии используются на нужды проектного финансирования именно данного конкретного проекта. Такой подход (широко применяемый на практике и в иных условиях именуемый ring fencing) даст возможность вывести эти госгарантии из зоны действия суверенного риска и существенно снизить цену заимствования. Если же выставляемые на базе конкретного проекта СРП госгарантии будут использованы не только внутри этого проекта, но и в интересах других проектов, то есть подвергнутся перераспределению через сегодняшний бюджет, то они тут же подпадут под действие суверенного риска, что существенно увеличит цену заимствования и поставит под сомнение целесообразность применения предложенной схемы в целом. Возможно, что указанный подход даст возможность разорвать традиционную для стабильно развивающихся экономик общепринятую закономерность, в соответствии с которой финансовый рейтинг проекта не может быть выше рейтинга компании, которая его осуществляет, который, в свою очередь, не может быть выше финансового рейтинга материнской и/или принимающей страны, в которой осуществляется данный проект.

В мировой практике существует единственный общеизвестный пример, когда финансовый рейтинг проекта превышает финансовый рейтинг страны, в которой он осуществляется - проект «Катаргаз» в Катаре (добыча природного газа на месторождении «Северное», расположенном на пограничной с Ираном акватории Персидского залива, и его сжижение на заводе СПГ, расположенном на северной оконечности полуострова). Предлагаемый подход позволит обеспечивать высокие финансовые рейтинги выставляемых в рамках российских проектов СРП госгарантий нового типа вне зависимости от финансового рейтинга самой России, расширить возможности российских компаний по привлечению проектного финансирования в разрабатываемые на условиях СРП нефтегазовые проекты и снизить цену необходимого для них заемного капитала.

5.4. ВОЗМОЖНЫЕ МЕХАНИЗМЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ ПОД ЗАЛОГ БУДУЩЕЙ ГОСДОЛИ ПРИБЫЛЬНОЙ НЕФТИ ПРИ РЕАЛИЗАЦИИ ПРОЕКТОВ В РАМКАХ СРП В РОССИИ

В условиях пока еще низкого кредитного рейтинга России привлечение крупных финансовых средств, необходимых для реализации долгосрочных инвестиционных проектов через традиционные меха-

низмы заемного финансирования (корпоративного и/или под суверенную гарантию принимающей страны) оказывается невозможным. В то же время повышение инвестиционной привлекательности таких системообразующих отраслей, как ТЭК, может быть обеспечено в рамках механизмов проектного финансирования, применяемых при реализации СРП, обеспечивающего инвестору наибольшую правовую и налоговую стабильность при осуществлении долгосрочных инвестиционных проектов.

Приведенный ниже механизм может быть использован для выравнивания «стартовых» условий российских и иностранных компаний, участвующих в проектах СРП при привлечении заемного финансирования, для создания дополнительных стимулов для повышения конкурентоспособности российского бизнеса (как в добывающих, так и в обрабатывающих отраслях), что также соответствует интересам потребителей энергоресурсов. В его основе лежит идея использования государственной доли будущей прибыльной нефти проектов СРП в качестве обеспечения заемного финансирования, привлекаемого:

(а) российскими нефтегазовыми компаниями, участвующими в проектах СРП в качестве инвесторов и/или операторов;

(б) российскими товаропроизводителями - потенциальными подрядчиками и субподрядчиками проектов СРП – для осуществления ими программ модернизации и/или реконструкции производства доказавших свою конкурентоспособность товаров и услуг для этих нефтегазовых проектов.

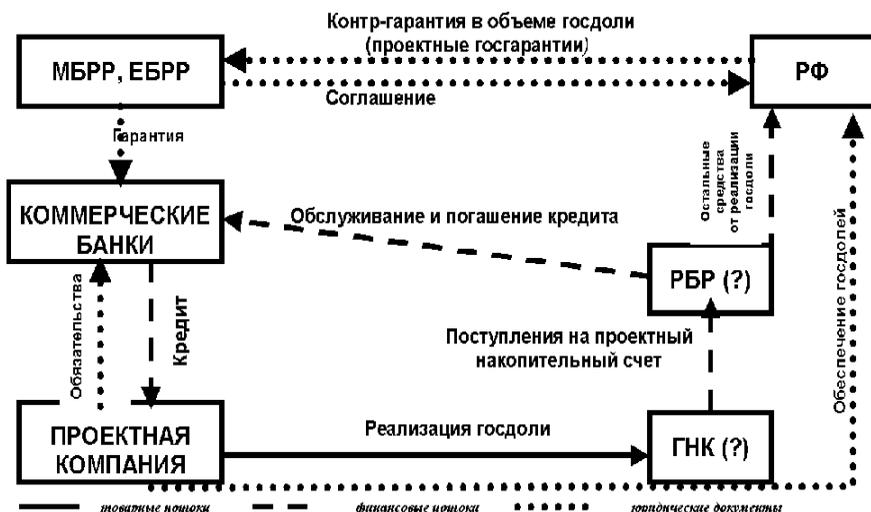
Предлагаемый механизм имеет два варианта реализации. Первый вариант – связан с привлечением долгосрочных банковских кредитов. Второй – с размещением облигационных займов.

Первый вариант (рис. 16) заключается в том, что проект СРП может обеспечить государственной долей прибыльной нефти ту контрагантию, которую Российская Федерация по соглашению с международным финансовым институтом, членом которого она является (МБРР, ЕБРР), может выставить в обеспечение его гарантии коммерческим банкам, предоставляющим по схеме проектного финансирования долгосрочный кредит конкретному проекту СРП. (Как известно, предоставляемые МБРР и ЕБРР инвестиционные ресурсы являются самыми дешевыми на кредитном рынке, но предоставляются только государству или под его гарантию.) Когда приходит время получения госдоли от проекта СРП, ее реализация осуществляется через упол-

номоченную нефтяную компанию (например, государственную нефтяную компанию или негосударственную компанию, получившую на конкурсе это право). Денежные средства от реализации госдоли поступают на проектный накопительный счет в специальном уполномоченном банке (например, в Российском Банке Развития, ЕБРР), обусловленная часть которых идет на обслуживание кредита и его погашение.

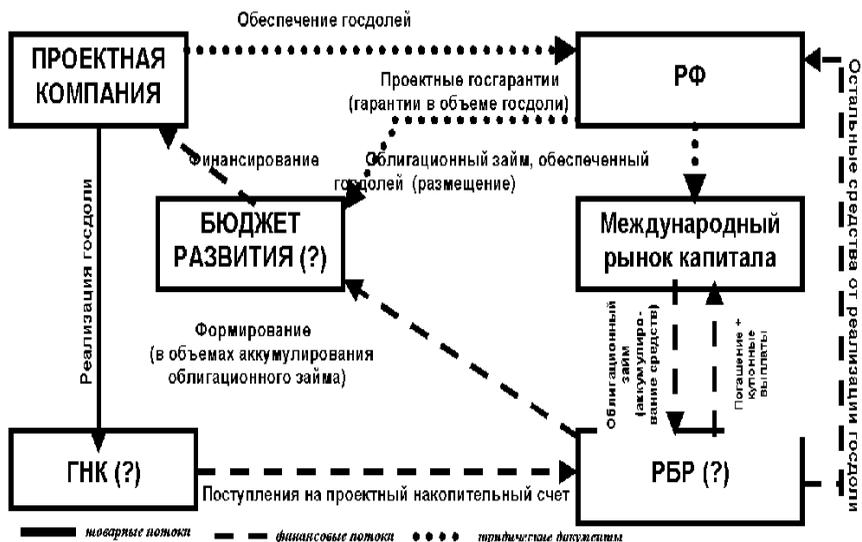
Рисунок 16

Механизм привлечения кредитов, обеспеченных госдолей СРП



Второй вариант (рис. 17) предусматривает, что вместо получения кредита от коммерческих банков под гарантию международных финансовых институтов, Российская Федерация, в качестве эмитента, осуществляет размещение государственного облигационного займа в объемах, обеспеченных государственной долей прибыльной нефти конкретного проекта СРП. Средства от размещения такого займа аккумулируются в специальном уполномоченном банке, а его погашение происходит за счет поступления средств от реализации госдоли в проектах СРП, которые также аккумулируются в этом банке на проектом накопительном счете.

Механизм размещения облигационного займа, обеспеченного госдолей СРП



Привлеченные под залог будущей госдоли в проектах СРП (по сути - под «проектную» государственную гарантию) в рамках предложенных схем финансовые средства могут оказаться более дешевыми, а потому более привлекательными (по сравнению с другими возможностями) кредитными ресурсами для российских компаний – участниц этих проектов СРП. Государство же таким образом (обеспечив им более дешевое финансирование) сможет реально поддержать экономическими инструментами финансовый рейтинг российских компаний-участниц проектов СРП, снизить для них цену заимствования и повысить внутреннюю норму рентабельности проекта (сократив возмещаемые затраты на величину уменьшения цены заимствования). В итоге, увеличится объем прибыльной нефти, пропорции раздела повысятся в пользу государства и оно получит в рамках СРП как большую часть долевой нефти, так и больший налог на прибыль (прибыльную нефть). В итоге, увеличится бюджетная эффективность проекта.

Таким образом, существуют две схемы, в рамках которых не работающая сегодня в качестве финансового актива будущая государ-

ственная доля прибыльной нефти конкретного проекта СРП может быть введена в финансовый оборот и послужить катализатором для ускорения и повышения эффективности финансирования данных проектов СРП. Возможны варианты, при которых в схеме реализации предложенного механизма будут участвовать только отечественные государственные институты (ГНК, РБР, Бюджет развития), как это представлено на рис. 16 и 17, либо также и международные финансовые институты (ЕБРР), негосударственные нефтяные компании и банки и т.д. Окончательный состав институциональных участников предлагаемых схем может быть уточнен в процессе определения оптимальной схемы работы предлагаемых механизмов.

Облигационная схема имеет ряд существенных преимуществ по сравнению с кредитной. Во-первых – с точки зрения сроков и процентных ставок (рис. 18). Облигационные займы как форма привлечения финансирования характеризуются более высокой ликвидностью, наличием вторичного рынка и благоприятными (в мировой практике, но пока еще не в России) условиями налогообложения. Облигационные займы более прозрачны, поскольку их оценка производится более широким кругом участников рынка. При облигационных займах происходит более эффективное распределение инвестиционных рисков и достигаются более длительные сроки финансирования, а фиксированная ставка процента является более удобной для данной категории заемщиков.

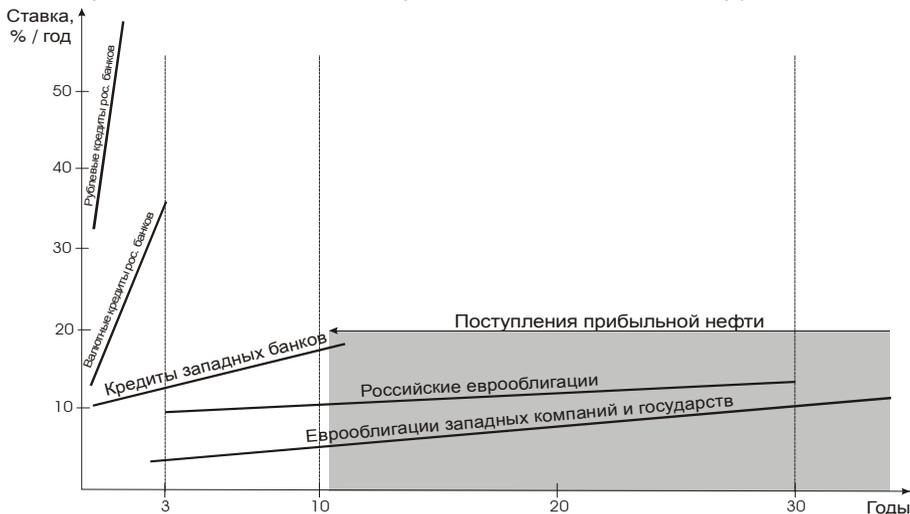
Предварительный анализ показывает, что для целей освоения нефтегазовых месторождений на основе СРП наиболее перспективными долговыми бумагами могли бы стать долгосрочные обеспеченные облигации с постоянным или переменным купоном и со сроком обращения от 5 до 30 лет. Купонные выплаты по таким облигациям, как правило, привязаны к курсу доллара США, чем устраняется валютная составляющая рисков для инвесторов (валютой платежа на нефтяном рынке также является доллар США). Номинальная стоимость облигаций также индексируется в соответствии с ростом курса доллара путем выплаты индексируемого купона в дату погашения облигаций.

В пользу облигационной схемы свидетельствует также тот факт, что в практике развивающихся стран за последние 20 лет удельный вес облигаций в финансировании инвестиций имеет отчетливую тенденцию к росту, а доля банковских кредитов, соответственно, умень-

шается. Иными словами, облигации становятся все более распространенным и типичным инструментом привлечения инвестиций.

Рисунок 18

Срочность и доходность различных заемных инструментов



Таким образом может быть организован механизм формирования государственных гарантий совершенно нового качества - механизм проектных государственных гарантий, предполагающий, что собранные по данной схеме финансовые средства будут работать в рамках отдельного конкретно взятого проекта, государственная доля будущей продукции которого и помогла собрать на рынке эти средства (по кредитной или облигационной схеме привлечения ресурсов). Таким образом, в максимальной степени сокращаются политические риски, свойственные данной конкретной стране, поскольку движение финансовых потоков происходит в рамках отдельного конкретно взятого проекта СРП.

Расчеты показали, что рассматриваемая схема позволяет аккумулировать существенные финансовые ресурсы до начала реализации проекта, то есть до начала добычи нефти и собственно нефтяных доходов. Это очень важно, поскольку дает возможность использовать привлеченные с помощью государства средства не только для закупок товаров и услуг, но и для финансирования их производства на конкурентоспособных российских предприятиях. Или для финанси-

вания программ реконструкции и/или модернизации таких производств, доказавших свою конкурентоспособность. Привлеченные под залог будущей госдоли (более дешевые) средства могут рассматриваться в этом случае как аналог «связанного» кредита, где условием их получения может быть обязательство заемщика закупать конкурентоспособную отечественную продукцию (товары и услуги) сопряженных с нефтегазовым комплексом отраслей.

СПИСОК ИЛЛЮСТРАЦИЙ – ТАБЛИЦЫ

- Таблица 1. Применение различных видов проектного финансирования (стр. 22)
- Таблица 2. Риски при осуществлении проектного финансирования и некоторые методы их снижения (стр. 25)
- Таблица 3. Содержание и соотношение источников финансирования проекта при проектном финансировании (стр. 39)
- Таблица 4. Условия получения основных кредитов для финансирования проекта “Сахалин-2”, механизм влияния этих условий на проектные риски (стр. 40)

СПИСОК ИЛЛЮСТРАЦИЙ – РИСУНКИ

- Рисунок 1. Конкурентная зона России на мировом рынке прямых инвестиций и тенденции ее изменения (стр. 7)
- Рисунок 2. Укрупненная классификация механизмов финансирования инвестиционных проектов (стр. 8)
- Рисунок 3. Принципиальные возможности организации финансирования инвестиционных проектов (стр. 9)
- Рисунок 4. Финансирование нефтяных проектов до начала 1970-х годов (стр. 14)
- Рисунок 5. Финансирование нефтяных проектов в 1970 - 80-е гг. (стр. 16)
- Рисунок 6. Финансирование нефтяных проектов в 1990-е годы (стр. 17)
- Рисунок 7. Участники проектного финансирования (стр. 23)
- Рисунок 8. Виды гарантий при проектном финансировании (стр. 26)
- Рисунок 9. Условия кредитования, юридическое оформление и направление финансовых средств по нефтяному реабилитационному проекту МБРР/ЕБРР (стр. 32)
- Рисунок 10. Условия кредитования, юридическое оформление и направление финансовых средств по рамочному кредитному соглашению с Эксимбанком США для нефтегазовой промышленности России (стр. 34)
- Рисунок 11. Некоторые классификационные признаки проекта «Сахалин-2» (стр. 35)
- Рисунок 12. Проект «Сахалин-2»: диаграмма потока денежных средств в случае задержки строительства объектов на 1 год (стр. 36)
- Рисунок 13. Проект «Сахалин-2»: диаграмма потока денежных средств в случае превышения сметы затрат при финансировании проекта в 1,5 раза (стр. 37)
- Рисунок 14. Структура полных проектных затрат по фазам осуществления инвестиционного проекта (стр. 38)
- Рисунок 15. Схема финансирования проекта «Сахалин-2» в целом (стр. 42)
- Рисунок 16. Механизм привлечения кредитов, обеспеченных госдолей СРП (стр. 49)
- Рисунок 17. Механизм размещения облигационного займа, обеспеченного госдолей СРП (стр. 50)
- Рисунок 18. Срочность и доходность различных заемных инструментов (стр. 52)

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

- ГНК – государственная нефтяная компания
ЕБРР – Европейский банк реконструкции и развития
МБРР – Международный банк реконструкции и развития
МВФ – Международный валютный фонд
МНК – международный нефтяной картель
МФК – Международная финансовая корпорация
МФО – международные финансовые организации (см. МФИ)
МФИ – международные финансовые институты (см. МФО)
НГК – нефтегазовый комплекс
ННК – национальная нефтяная компания
ОПЕК – Организация стран-экспортеров нефти
ОПИК – Агентство страхования заграничных частных инвестиций
США
РБР – Российский Банк развития
СРП – соглашение о разделе продукции
ТЭК – топливно-энергетический комплекс
ТЭО – технико-экономическое обоснование
ЧДД – чистый дисконтированный доход

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- [1] Министерством топлива и энергетики РФ. «Основные концептуальные направления развития нефтегазового комплекса России». - Изд.: «Нефтегазовая Вертикаль» (специальный выпуск), 2000 г., № 1.
- [2] А.Конопляник. Концепция создания благоприятного инвестиционного климата в нефтяном комплексе России. - в кн.: А.Конопляник, М.Субботин. Тяжба о разделе (Дискуссия вокруг закона «О соглашениях о разделе продукции»). - М.: ВНИИОЭНГ, 1996, 222 с.
- [3] Hossein Razavi. Financing Energy Projects in Emerging Economies. - PennWell Publishing Company, Tulsa, Oklahoma, 1996, 288 pp.
- [4] А.Конопляник. “Мировой рынок нефти: возврат эпохи низких цен? (последствия для России)”. - Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, Открытый семинар «Экономические проблемы энергетического комплекса», Второе заседание - 26 мая 1999 года. - Москва, Изд-во ИНП РАН, 2000 г.
- [5] А.Конопляник. Комплексный подход к привлечению иностранных инвестиций в российскую энергетику. - Диссертация в виде научного доклада на соискание ученой степени доктора экономических наук. М.: ГАУ им С.Орджоникидзе, 1995, 103 с.
- [6] В.Н.Шенаев, Б.С.Ирниязов. Проектное кредитование. Зарубежный опыт и возможности его использования в России. - Москва, Изд-во АО “Консалтбанкир”, 1996.
- [7] В.Хренов. Раздел продукции в России: риски и ожидания. - *“Нефтяное хозяйство”*, 1996.
- [8] Peter K.Nevitt. Project Financing. Fifth edition. Published by Euromoney, London, 1989.
- [9] Graham D.Vinter. Project Finance. A Legal Guide. - London, Sweet & Maxwell, 1995.
- [10] Philippe Benoit. Project Finance at the World Bank. An Overview of Policies and Instruments. - World Bank Technical Paper Number 312, The World Bank, Washington, D.C., 1996, 110 pp.
- [11] Clifford Chance. Project Finance. - Clifford Chance Publishers, 1991.
- [12] Tax and Project Finance. Special Issue. - “International Business Lawyer”, May 1998, vol. 26, N 5, pp. 193-240 (International Bar Association, Section on Business Law).

- [13] Philip R.Wood. Project Finance, Subordinated Debt and State Loans. - London, Sweet & Maxwell (Law and Practice of International Finance), 1995, 308 pp.
- [14] Project Finance, Fourth edition. - Freshfields, International Project Finance Group, September 1996, 103 pp.
- [15] А.Конопляник. Развитие законодательного и инвестиционного процесса в России в условиях действия Федерального закона «О соглашениях о разделе продукции» (по материалам третьей международной конференции «Освоение шельфа арктических морей России», 23-26 сентября 1997 г., Санкт-Петербург, Россия). - «Нефть, газ и право», 1998, № 1, с. 33-52.
- [16] А.Конопляник. Особенности привлечения иностранных инвестиций в нефтегазовый комплекс. - в кн.: Иностранные инвестиции в России: тенденции и перспективы (второй аналитический доклад независимых экспертов) - М., "Инфомарт", 1995.
- [17] The Sakhalin-2 Project. Vityaz Production Complex Inaugurated. - Sakhalin Energy Investment Company, 1999.
- [18] Probably the best project in Russia. - *"Project Finance"*, August 1998, p. 12.
- [19] Project Finance. The Book of Lists 1999. - A Supplement to *"Project Finance"*
- [20] А.Конопляник. Бюджет-гарант неважный. - *"Эксперт"*, 1999, 22 марта, № 11, с.8.
- [21] А.Конопляник. Российский Банк Развития - где взять деньги для инвестиций? - *"Инвестиции в России"*, 1999, № 5, с. 3-5.
- [22] А.Конопляник. К вопросу о создании в России Государственной Нефтяной Компании. - *"Нефть, Газ и Право"*, 1999, № 4, с. 23-49.
- [23] О залоге права пользования недрами. - *«Минеральные ресурсы России»*, 1998, № 3, с. 55.
- [24] С.Злобин. Право на добычу инвестиций - *«Коммерсантъ-daily»*, № 72, 23 апреля 1998 г., с. 9.
- [25] А.Конопляник. Горное законодательство России: перспективы повышения инвестиционной привлекательности. - *«Минеральные ресурсы России»*, 1998, № 4.
- [26] В.Образцов, Б.Калмантаев. Заложите лицензию - получите кредит. - *"Российская газета"*, 28 августа 1999 г., с. 2.

- [27] А.Конопляник, М.Субботин «Государство и инвестор: об искусстве договариваться» Часть 1 «Теория и практика заключения концессионных и иных договоров». – М.:ЭПИцентр; Х.: Фолио, 1996. – 128 с.
- [28] А.Конопляник, С.Лебедев Проектное финансирование в нефтегазовой промышленности: мировой опыт и начало применения в России. – «Нефть, Газ и Право», 2000, № 1, № 2.
- [29] А.Конопляник «Стулья» - завтра, деньги – сегодня. Как решить финансовые проблемы российских нефтяников и машиностроителей, участвующих в СРП. – «Нефтегазовая Вертикаль», 2000, № 10.
- [30] А.Конопляник, С.Лебедев. О рисках финансирования нефтегазовых проектов. – «Минеральные ресурсы России», 2001, № 4.

***Ответственность за сведения, представленные в издании,
несет автор.***

ПУБЛИКАЦИИ И ПРЕЗЕНТАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ УЧЕБНОГО
ПОСОБИЯ:

(все вышеуказанные, а также иные публикации и презентации автора, доступны на его сайте по адресу <www.konoplyanik.ru>)

Подписано в печать 10.05.2011 г. Формат 60х90/16
Печать офсетная. Бумага офсетная. Усл. п.л. 4
Тираж 200 экз. Заказ № 116

*** * ***

Издательство «НЕФТЬ и ГАЗ»
119991, г. Москва, Ленинский просп., 65
Тел./факс: (495) 930-97-11



КОНОПЛЯНИК АНДРЕЙ АЛЕКСАНДРОВИЧ

Доктор экономических наук

Д.э.н. Конопляник Андрей Александрович является экономистом-энергетиком по образованию (основные сферы профессиональной деятельности – экономика энергетики, законодательство в области энергетики и инвестиций, финансирование энергетических проектов). Получил образование и защитил диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук (1978 г.) и доктора экономических наук (1995 г.) в области экономических проблем мировой энергетики в Государственной Академии Управления, г.Москва. В конце 70-х и в 80-е годы занимался исследованием вопросов мировой энергетики, являясь научным сотрудником ИМЭМО АН СССР, а также в период 1990-1991 гг., являясь главным специалистом Госплана СССР.

В период с 1991 по 1993 г. А.А.Конопляник работал в должности Заместителя Министра топлива и энергетики РФ по внешнеэкономическим связям и иностранным инвестициям.

В 1996-1999 гг. А.А. Конопляник являлся Исполнительным директором Российского Банка Реконструкции и Развития. В 1999 г. он создал и по начало 2002 г. являлся Президентом Фонда развития энергетической и инвестиционной политики и проектного финансирования в Москве. В этой должности, а также являясь внештатным советником Министерства топлива и энергетики РФ, принимал участие в разработке Энергетической Стратегии России до 2020 г. С 1993 г. по 2002 г. занимал также должности внештатного советника в Правительстве РФ (Вице-преьера Е. Гайдара) и в ряде федеральных министерств (топлива и энергетики, экономики, финансов), а также консультанта ряда Комитетов Государственной Думы (по экономической политике, по природным ресурсам и природопользованию), где он возглавлял группу разработчиков законодательства о соглашениях о разделе продукции. С 1997 по 2002 гг., по совместительству, профессор Государственного Университета Управления, где читал подготовленный им спецкурс по мировым энергетическим рынкам и транспортным системам энергоресурсов

С марта 2002 по май 2008 г. А.А. Конопляник работал в должности Заместителя Генерального Секретаря Секретариата Энергетической Хартии в г. Брюсселе, Бельгия. С июля 2008 г. консультант Правления Газпромбанка, Москва, и Советник Правления, ГПБ Нефтегаз Сервисиз Б.В., Московский филиал. С октября 2008 г. профессор кафедры «Международный нефтегазовый бизнес» Российского Государственного Университета нефти и газа им. И.М.Губкина (по совместительству).

А.А. Конопляник является (по совместительству) почетным сотрудником Центра энергетического, нефтяного и горного права и политики Университета г. Данди, Шотландия, членом Международной юридической ассоциации, Международной ассоциации экономистов-энергетиков и Ассоциации международных нефтяных переговорщиков.

Имеет более 400 публикаций по вопросам энергетики в российских и зарубежных изданиях, многочисленные выступления на международных энергетических конференциях, принимал участие в написании более 50 монографий.

