УДК 658.14:005.5

УПРАВЛЕНИЕ АГЕНТСКИМИ ОТНОШЕНИЯМИ ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

Ильин И.В., Захаркина Н.В.

ФГБОУ ВПО «Орловский государственный институт экономики и торговли», Орел, e-mail: ivan-ogiet@yandex.ru

В статье рассматриваются теоретические и методические подходы к управлению агентскими отношениями при осуществлении проектного финансирования в условиях нестабильности. Представлен краткий обзор современных условий российского финансового рынка, выявлен рост объемов привлечения финансирования на условиях проектного финансирования. Дана краткая характеристика проектного финансирования как методики реализации инвестиционного проекта. Рассмотрены преимущества и недостатки применения проектного финансирования, роль агентских отношений в формировании структуры управления и структуры финансирования проекта. Рассмотрены возможности оптимизации агентских отношений между участниками инвестиционного проекта посредством ограничения деловых целей проектной компании, отделения имущества проекта от имущества спонсоров, защиты проектной компании от слияний и добровольного банкротства, ограничения эмиссии долга проектной компании, формирования структуры капитала проектной компании с высокой долей заемных средств.

Ключевые слова: управление агентскими отношениями, проектное финансирование, структура управления проектной компании, структура финансирования проектной компании

AGENCY RELATIONSHIP MANAGEMENT AT IMPLEMENTATION OF THE PROJECT FINANCING IN THE CONDITIONS OF INSTABILITY

Ilin I.V., Zakharkina N.V.

FGBOU VPO «Orel State Institute of Economy and Trade», Orel, e-mail: ivan-ogiet@yandex.ru

Theoretical and methodical approaches to management of the agency relations at implementation of a project financing in the conditions of instability are considered in the article. The short review of modern conditions of the Russian financial market is submitted, growth of volumes of project financing funding is revealed. The short characteristic of a project financing as techniques of the project implementation is given. Advantages and shortcomings of project financing, a role of the agency relations in the formation of management structure and financing structure of the project are considered. Optimization of the agency relations of the investment project participants by means of the business purposes restriction of the project company, separation of the project property from sponsors property, protection of the project company against merges and voluntary bankruptcy, restriction of debt issue of the project company, formation of high leverage capital structure of the project company are considered.

Keywords: agency relationship management, project financing, management structure of the project company, financing structure of the project company

Современная конъюнктура российского финансового рынка может быть охарактеризована ростом негативных ожиданий, значительной неопределенностью относительно параметров развития, ростом суверенного риска и, как следствие, сокращением инвестиционных возможностей для отечественных предприятий [1, с. 26].

Так, за 2013–2014 годы, объемы синдицированного кредитования российских компаний снизились с 44,55 млрд долл. до 19,12 млрд долл. в год [6]. По итогам третьего квартала 2014 года объемы размещения еврооблигаций российских эмитентов сократились в 12 раз по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года [2]. Все это свидетельствует о значительном изменении условий привлечения финансирования в отечественную экономику.

При этом вызывает интерес рост использования отечественными предприятиями методики проектного финансирования: за 2013–2014 годы привлечение проектного финансирования в экономику России возросло с 2,72 до 4,37 млрд долл. [5].

Реализация проекта в форме проектного финансирования подразумевает формирование капитала проектной компании преимущественно за счет заемных средств и его использование только для реализации соответствующего проекта. Основанием для финансирования являются характеристики соответствующего проекта – осуществимость, доходность, рискованность вложений.

Проектное финансирование применяется к специально созданному юридическому лицу, называемому проектной компанией. Единственной целью проектной компании является выполнение проекта. Она имеет конечный период существования, ограниченный сроком достижения первоначальной цели.

Доля заемных средств в структуре капитала проектной компании составляет обычно от 65 до 80%. При этом проектная компания сама выступает в качестве заемщика. Так как она не имеет собственной кредитной или операционной истории, то для кредиторов основное значение будут иметь денежные потоки, создаваемые в результате осуществления конкретного проекта. Таким образом, финансирование в данном случае не будет напрямую зависеть от кредитоспособности спонсоров или стоимости вовлеченных в проект активов.

Основанием для принятия решения об использовании проектного финансирования может служить положительное соотношение преимуществ и недостатков от его применения. К недостаткам относят более высокую стоимость прединвестиционной стадии проекта вследствие более высокой сложности структуры проектного финансирования [3]:

– создание автономной проектной компании может занять более года;

– расходы на формирование контрактной структуры могут составить 5–10% от общей стоимости проекта;

– широкое привлечение услуг независимых консультантов может повлечь рост стоимости проекта на 0,5–1%.

К преимуществам проектного финансирования можно отнести такие характеристики, как более низкая стоимость банкротства проекта для инвесторов, более низкая стоимость агентских затрат и отбора информации о денежных потоках проекта.

Так, концепция Т. Джона и К. Джона, развитая М.Дж. Фланери и Б. Эсти, исходит из представления, что использование методики проектного финансирования приводит к более эффективному осуществлению агентских отношений между участниками проекта «Первое побуждение к использованию проектного финансирования, побуждение агентских затрат означает, что некоторые активы, а именно крупные материальные активы, генерирующие крупные денежные потоки, являются восприимчивыми к агентским конфликтам. Создание проектной компании обеспечивает возможность создать новую, определенную активами систему управления, что позволяет решить конфликты между собственностью и управлением... Проектные компании используют совместную собственность и высокий уровень левериджа, чтобы препятствовать возникновению агентских конфликтов среди участников проекта» [3].

Поскольку основными видами агентских конфликтов являются конфликты «акционеры – менеджеры» и «акционеры – кредиторы», рассмотрим, каким образом применение методики проектного финансирования способно оптимизировать агентские отношения между участниками проекта и повысить эффективность осуществления проекта в целом.

Конфликт интересов акционеров и менеджеров применительно к осуществлению проекта состоит в том, что управляющие проектом, преследуя собственные интересы, могут идти на неоправданный риск, а также могут стремиться безосновательно присвоить часть создаваемых проектом материальных благ. Решение возможных конфликтных ситуаций может быть достигнуто благодаря формированию специальной структуры управления проектной компанией. Методика создания проектной компании должна включать:

– государственную регистрацию проектной компании в наиболее подходящей организационно-правовой форме (корпорация, товарищество, товарищество с ограниченной ответственностью);

– формирование собственного капитала проектной компании за счет вкладов инвесторов;

– формирование органов управления проектной компании.

Экономическая модель проектной компании как юридического лица со специальной целью реализуется на стадии регистрации. Проектная компания должна быть сформирована с учетом следующих требований:

– ограничение видов хозяйственной деятельности и полномочий менеджмента;

– ограничение эмиссии дополнительного долга;

– наличие механизма защиты от преднамеренного или добровольного банкротства;

– запрет на слияние и реорганизацию до завершения проекта;

– обособленность от имущества спонсоров.

Методика обеспечения ограничения деловых целей проектной компании должна включать:

1. Закрепление в учредительных документах минимально необходимого для реализации проекта набора хозяйственных действий – владение имуществом проекта и эмиссия основного долга.

2. Закрепление в контрактах с менеджментом проектной компании рационального круга полномочий по управлению.

Ограничение эмиссии долга может оговариваться в условиях контрактов и инструкциях по управлению проектной компанией. При этом эмиссия субординированного долга может быть возможна только под обеспечение части денежного потока,

превышающей необходимый для оплаты основного долга уровень.

Механизмы защиты от слияний и добровольного банкротства связаны с введением в совет директоров проектной компании должности независимого директора – лица, не имеющего прямой или косвенной выгоды от реализации проекта и не испытывающего влияния со стороны спонсоров проекта. В целях сохранения коммерческой тайны полномочия независимого директора должны быть ограничены голосованием по узкому кругу вопросов в интересах как кредиторов, так и спонсоров проекта.

Проектная компания также аккумулирует необходимые для реализации проекта ресурсы. Лицензии и права на осуществление отдельных видов деятельности могут быть получены в качестве вклада инвесторов в уставный капитал проектной компании (если это предусмотрено условиями выдачи данных разрешений), либо в установленном законом порядке и на имя проектной компании.

Обособленность проекта от имущества спонсоров может быть основана на следующих условиях:

1. Наличие собственной бухгалтерской и финансовой документации.
2. Наличие собственных банковских счетов.
3. Ведение бизнеса под собственным наименованием предприятия.
4. Оплата долгов за счет средств проектной компании.
5. Оплата зарплаты служащих проектной компании за счет средств проектной компании. Наличие достаточного числа служащих для осуществления целей проектной компании.
6. Отсутствие гарантий проектной компании по долгам спонсоров и третьих лиц.
7. Отсутствие в собственности проектной компании обязательств или ценных бумаг ее партнеров, участников или акционеров.

В результате формирования структуры управления проектной компанией доход проекта может направляться только на обслуживание долга, покрытие эксплуатационных расходов и на дивиденды по акциям. Таким образом, достигается ситуация, когда решение о реинвестировании прибыли при осуществлении проектного финансирования не относится к компетенции менеджмента проекта.

Еще один важный для жизнеспособности проекта агентский конфликт заключается в несовпадении интересов собственников и кредиторов проекта. Так, нуждаясь в дополнительном финансировании, спонсоры проекта могут стремиться принять финансовые решения, которые будут ухудшать права кредиторов на получение ими закрепленного в кредитном договоре дохода. Однако возможности изменения параметров финансирования и, как следствие, развития конфликтной ситуации между участниками проекта могут быть значительно сокращены благодаря формированию специализированной системы финансирования проекта.

Первоначальное формирование капитала проекта в случае применения методики проектного финансирования происходит под влиянием следующих факторов:

1. Потребности проекта в капитале.
2. Финансовые и имущественные возможности инвесторов.
3. Желаемая структура собственности проектной компании.
4. Требования кредиторов к объему собственного капитала проекта.

Результатом согласования интересов инвесторов и кредиторов является определенное соотношение заемного и собственного капитала. Основным источником собственного капитала проектной компании являются вклады учредителей (инвесторов). В зависимости от организационно-правовой формы они могут быть оформлены как доли либо паи в уставном капитале.

Из всех источников заемного капитала в рамках методики проектного финансирования основное место принадлежит эмиссии долгосрочных облигаций и долгосрочному синдицированному кредитованию. Методика проектного финансирования подразумевает привлечение так называемого «основного» долга, по которому кредиторы имеют право первого требования к имуществу проектной компании.

Методика привлечения синдицированного кредита и облигационного займа должна включать:

1. Определение необходимого объема заемного финансирования (на основе потребности проекта в капитале и доли участия в проекте инвесторов).
2. Раскрытие информации о проекте перед потенциальными кредиторами.
3. Согласование параметров долга.

Использование рыночных механизмов привлечения финансирования предполагает оценку не только потребностей эмитента долга, но и потребностей кредиторов: конъюнктуры рынка, нормативных обязательств, финансовых возможностей, отношения к риску, альтернативных вариантов использования свободных денежных средств.

В случае эмиссии облигаций требуется государственная регистрация выпуска, выполнение нормативных требований к раскрытию информации и процедуре эмиссии.

Привлечение синдицированного кредитования характеризуется меньшей законодательной регламентированностью. Параметры будущего кредита формируются при

взаимодействии банка – агента со спонсорами. По результатам согласования позиции выпускается информационный меморандум. Основанием для его формирования являются подписание конфиденциального соглашения и получение письма о разграничении полномочий от заемщика [4, с. 126].

Заинтересованные в кредитовании проекта банки объединяются в синдикат на основе межбанковских соглашений, распределяют размер участия, обязанности и ответственность в рамках объединения.

Выбор между описанными методами мобилизации заемных финансовых ресурсов может быть осуществлен на основании анализа преимуществ и недостатков данных методов:

1. Облигационное заимствование, как правило, дает возможность привлечь финансовые ресурсы по более низкой стоимости и на более длительный срок, чем при синдицированном кредитовании.

2. В случае синдицированного кредитования пересмотр параметров займа и увеличение его объемов при перерасходе бюджета проекта более легко осуществимы и более вероятны, чем рефинансирование облигационного займа.

3. Облигационное заимствование проходит под усиленным контролем со стороны регулирующих финансовый рынок органов государственного управления, в то время как контроль за соблюдением кредитного договора и договора о проектном финансировании осуществляется, прежде всего, со стороны синдиката банков.

4. При размещении облигационного займа основное влияние на инвесторов оказывает рейтинг данного займа, в то время как банковские кредиторы полагаются в основном на собственные исследования проекта.

Проектирование структуры капитала проектной компании также может включать обеспечение страхования и привлечения гарантий осуществления проекта. Кроме контрактного распределения риска между активными участниками проекта может быть использована его переуступка страховщикам, а также внешним спонсорам, таким как правительство принимающей проект страны, международные финансово-кредитные институты. Методом обеспечения данных мер выступает заключение договоров страхования и соглашений о гарантиях. Кроме того, некоторые финансовые институты, такие как Международная финансовая корпорация, экспортно-кредитные агентства отдельных стран, специализируются на гарантировании транзакций в сфере своей компетенции и в рамках достижения стоящих перед ними целей, что расширяет круг потенциальных источников гарантий.

Заключение

Оптимизация агентских отношений при осуществлении проектного финансирования может быть достигнута благодаря целенаправленному проектированию структуры управления и структуры финансирования проекта. Разрушительное влияние основных видов агентских конфликтов может быть нивелировано посредством ограничения деловых целей проектной компании, отделения имущества проекта от имущества спонсоров, защиты проектной компании от слияний и добровольного банкротства, ограничения эмиссии долга проектной компании, формирования структуры капитала проектной компании с высокой долей заемных средств. Это обеспечит защиту интересов кредиторов и минимизирует влияние менеджеров проекта на распределение его денежных потоков.

Список литературы

1. Давыдова Л.В., Ильин И.В. Роль проектного финансирования в формировании инвестиционной привлекательности экономики России // Финансы и кредит. – 2014. – 48(624). – С. 25–33.

2. Царева, Л., Кузнецов, И., Ладыгин, Д. Импортозамещение денег. Как российские рынки капитала выживают в условиях санкций [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.kommersant.ru/doc/2607176 (дата обращения: 17.03.2015).

3. Esty B.C. Why study large projects? An introduction to research on project finance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.blackwellpublishing.com/pdf/EUFM_Esty.pdf (дата обращения: 17.03.2015).

4. Finnerty, J.D. Project financing: asset-based financial engineering. Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2007. 560 p.

5. Global project finance review. Full Year 2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2014_Global_Project_Finance_Review.pdf (дата обращения: 17.03.2015).

6. Global syndicated loans review. Full Year 2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2014_Global_Syndicated_Loans_Review.pdf (дата обращения: 17.03.2015).

References

1. Davydova L.V., Ilin I.V., Role of the project financing in formation of investment attractiveness of economy of Russia – Finance and Credit, 2014. no. 48(624), pp. 25–33.

2. Careva L., Kuznecov, I., Ladygin, D. Import substitution of money. As the Russian markets of the capital survive in the conditions of sanctions, Available at: http://www.kommersant.ru/doc/2607176 (accessed 17 March 2015).

3. Esty B.C. Why study large projects? An introduction to research on project finance, Available at: www.blackwellpublishing.com/pdf/EUFM_Esty.pdf (accessed 17 March 2015).

4. Finnerty J.D. Project financing: asset-based financial engineering. Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2007. 560 p.

5. Global project finance review. Full Year 2014, Available at: http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2014_Global_Project_Finance_Review.pdf (accessed 17 March 2015).

6. Global syndicated loans review. Full Year 2014, Available at: http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2014_Global_Syndicated_Loans_Review.pdf (accessed 17 March 2015).

Рецензенты:

Лазаренко А.Л., д.э.н., профессор, зав. кафедрой «Финансы и кредит», ФГБОУ ВПО «Орловский государственный институт экономики и торговли», г. Орел;

Давыдова Л.В., д.э.н., профессор кафедры «Финансы, денежное обращение, кредит и банки», ФГБОУ ВПО «Государственный университет – учебно-научно-производственный комплекс», г. Орел.

Работа поступила в редакцию 01.04.2015.