

УДК 330.322:658

ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬЮ ФОРМИРОВАНИЯ СТРУКТУР ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ НА ПРЕДЫНВЕСТИЦИОННОЙ СТАДИИ

Ильин И.В., Легостаева С.А., Алехина Л.Л.

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

В статье рассматриваются теоретические и методические подходы к управлению эффективностью формирования структур проектного финансирования на предынвестиционной стадии. Представлен краткий обзор направлений исследования технологической подсистемы проекта. Рассмотрена методика проведения технических исследований при проектном финансировании. Дана краткая характеристика направлений маркетинговых исследований на предынвестиционной стадии проектного финансирования. Рассмотрены возможности применения методов маркетингового анализа на данной стадии формирования структуры проектного финансирования. Рассмотрены направления и методы проведения предварительных исследований юридической подсистемы проекта: анализ институциональной среды, анализ юридического статуса проектной компании, анализ контрактной структуры проекта. Дана характеристика направлений и методов финансовых исследований на предынвестиционной фазе проекта, методов гармонизации финансовых интересов участников проекта. Представлена целостная модель формирования структур проектного финансирования на предынвестиционной стадии, охватывающая движение финансовых потоков и взаимодействие институтов.

Ключевые слова: проектное финансирование, предынвестиционная стадия, технологическая подсистема, маркетинговые исследования, юридическая подсистема, финансовые исследования

FEATURES OF EFFICIENCY MANAGEMENT OF FORMATION OF PROJECT FINANCING STRUCTURES AT THE PRE-INVESTMENT STAGE

Ilin I.V., Legostaeva S.A., Alekhina L.L.

Orel State University of Economy and Trade, Orel, e-mail: ivan-ogiet@yandex.ru

The article considers theoretical and methodological approaches to the efficiency of the formation of structures a project financing on pre-investment stage. A brief overview of the research directions of the technical subsystems of the project. The method of conducting technical studies for project financing. A brief description of the directions of marketing researches at the pre-investment stage of project financing. Possibilities of application of methods of marketing analysis at this stage of formation of structure of project financing. The directions and methods of conducting a preliminary study of the legal subsystems of the project: analysis of the institutional environment, analysis of the legal status of the project company, the contractual structure of the project. Characteristics of orientations and methods of financial research at the pre-investment phase of the project, methods to harmonize the financial interests of the project participants. Presented a holistic model of formation of structures a project financing for pre-investment phase, covering financial flows and the interaction of institutions.

Keywords: project financing, pre-investment stage, technological subsystem, marketing research, legal system, financial research

Одним из элементов, составляющих сущность методики проектного финансирования, является то, что стадии предварительного анализа проекта осуществляются не только инициаторами и кредиторами, но и прочими участниками проекта, такими как подрядчики, покупатели продукции или услуг, поставщики ресурсов, страховщики, стороны, выдающие гарантии по проекту. Другими словами, потенциальные участники проекта присоединяются к нему на предынвестиционной стадии, до начала финансирования, оценивая проект и влияя на его характеристики [1, с. 9]. Это увеличивает продолжительность и стоимость предпроектной подготовки и требует привлечения к участию в проекте независимых консультантов.

Анализ эффективности участия в проекте носит субъективный характер, так как он осуществляется с позиции заказчика данно-

го исследования. Поэтому для эффективной реализации проекта на этапе формирования структуры проектного финансирования требуется согласование данных позиций.

Исследование технологической подсистемы на предынвестиционной стадии направлено на оценку следующих характеристик проекта:

- технические характеристики, особенности технологии и процессов проекта;
- затраты на получение лицензий, прав проведения строительства;
- экологическое воздействие проекта на окружающую среду;
- затраты на строительство, эксплуатацию и обслуживание объектов проекта.

Методика проведения технических исследований при проектном финансировании сочетает проведение анализа участниками проекта, имеющими компетенцию

в данной области (например, поставщики оборудования, застройщики, лизинговые компании) и независимыми техническими экспертами. Это специалисты в соответствующей отрасли промышленности, имеющие информацию о большом количестве подобных проектов, реализованных в прошлом. Анализ в основном состоит в проведении обзора предыдущего опыта и оценки возможности его повторения в случае с рассматриваемым проектом.

Технический анализ должен так же содержать предсказание технологических рисков в подобных проектах, оценку целесообразности использования отдельных технологий, оценку графика возведения проектных объектов, стимулирования подрядчика для своевременного завершения проекта, прогноз возможного превышения операционного бюджета, планы профилактического обслуживания оборудования.

Маркетинговые исследования на предынвестиционной стадии направлены на идентификацию и определение рыночного спроса на товары или услуги проекта. Можно выделить следующие направления маркетингового анализа:

- исследование потенциального спроса и величины коммерческих доходов;
- определение принципов ценовой политики в отношении товаров и услуг проекта.

Маркетинговый анализ обычно включает описание возможных пользователей продукции проекта и экономического обоснования их выбора. На данном этапе применяются классические методы анализа и идентификации рисков (например, модель оценки риска М. Портера). Маркетинговый анализ включает сравнение стоимости продукции проекта с затратами альтернативных производителей, а также оценку государственной политики в отношении отрасли реализации проекта:

- анализ сектора экономики в целом;
- анализ планов относительно приватизации государственных компаний в данном секторе;
- анализ тенденций промышленности, которые могут затронуть рынок продукции проекта.

Если проект ориентирован на экспорт, на приведенных выше основаниях следует анализировать соответствующие географические рынки, на которые предполагается выход товаров проектной компании. Кроме того, необходимо учитывать нормативные ограничения на экспорт в страну-импортера.

Предварительные исследования юридической подсистемы проекта связаны с оценкой юридически значимых прав и обязанностей участников проекта. Данный вид

анализа также может быть осуществлен как силами юридических подразделений участвующих в проекте корпораций, так и привлеченными независимыми юридическими консультантами. Как правило, методом осуществления юридического анализа является использование опыта источников юридических услуг проекта. Объектом исследований выступает как статус проектной компании, права собственности участников и контрактная структура проектного финансирования, так и институциональная среда принимающего проект государства в целом.

Анализ институциональной среды направлен на выявление рисков, связанных с взаимодействием проекта с деловыми и юридическими институтами государства в процессе его реализации [2, с. 4]. В процессе анализа выявляются возможности по структурированию проекта, юридические последствия заключения проектных контрактов и использования отдельных финансовых инструментов.

На некоторых развивающихся рынках важные для реализации проекта деловые и юридические институты могут не существовать или существовать только в зачаточном состоянии. Так, например, использование контрактов в качестве обеспечения по долгу может не иметь юридической силы. Возможны ограничения в переуступке прав требования и применении механизмов секьюритизации, неопределенность механизмов процедуры банкротства и налоговой ответственности [4, с. 217]. Таким образом, для проведения данного вида анализа необходимо привлечение специалистов, имеющих опыт работы в соответствующей юрисдикции. По результатам анализа осуществляется выбор юрисдикции либо форм обеспечения жизнеспособности структур проектного финансирования в рамках данной юрисдикции.

Анализ юридического статуса проектной компании связан с оценкой степени автономии проектной компании от спонсоров, степени защиты проектной компании от банкротства и от изменения структуры распределения риска проекта. Поскольку методика проектного финансирования предполагает особый характер функционирования проектной компании, данный вид анализа концентрируется на параметрах юридического обеспечения и юридического закрепления и оформления проектной компании как юридического лица со специальной целью (SPV). SPV – это юридическое лицо с правовым статусом, который учитывает режим благоприятствования бухгалтерского и налогового учета, а также обладает оптимальной управленческой структурой [3, с. 2680].

SPV имеет следующие ограниченные деловые цели, выполнение которых должно быть юридически значимо:

- владеть проектными активами;
- вступать в коммерческие соглашения в рамках проекта;
- вступать в финансовые соглашения в рамках проекта;
- управлять конкретным проектным бизнесом;
- эмитировать только субординированные либо не регрессивные по отношению к проекту займы;
- существовать до тех пор, пока номинальные займы не будут выплачены.

На данной стадии анализа оценивается возможность компании-SPV участвовать в проекте от своего имени, но в интересах собственников (инвесторов) и в рамках соглашений с кредиторами и прочими участниками проекта. Анализу подлежат учредительные документы, сведения об участии в капитале проектной компании заинтересованных в реализации проекта сторон, соглашения об ограничении правомочий проектной компании в отношении имущества и денежных потоков проекта, а также эмиссии долга.

Анализ контрактной структуры проекта призван определить уровень защиты рыночных и эксплуатационных условий, которые лежат в основе контрактов проекта. То есть в идеале контрактная структура должна быть организована так, чтобы проект был выполнен вне зависимости от изменения основных прогнозируемых факторов. На данном этапе определяется степень соответствия обязательств, которые появятся в связи с подписанием контрактов, операционным характеристикам проектного риска. Контракты должны обеспечивать участников проекта стимулами удовлетворительно закончить строительство объектов проекта и профессионально управлять ими. Структура проекта должна также обеспечить участников правами на получение части денежного потока проекта в счет обслуживания долга и, при соответствующих обязательствах, в счет уплаты дивидендов по акциям.

Анализ контрактов проекта предполагает анализ сроков и условий каждого соглашения. Основные типы контрактов включают [5, с. 76]:

- Контракт EPC (разработка, приобретение и строительство) – необходим для строительства и создания объектов проекта.
- O&M контракт (эксплуатация и управление) – необходим для управления и эксплуатации объектов проекта в течение его эксплуатационной фазы.
- Контракт на поставку (проектная компания заключает контракт с поставщиками,

чтобы гарантировать непрерывную поставку сырья, необходимого для проекта).

- Контракт на покупку (проектная компания заключает контракт с покупателями продукции или услуг проектной компании).
- Кредитные соглашения.
- Соглашения о вкладе в собственный капитал проектной компании.
- Закладные, акты передачи на хранение и другие подобные инструменты, которые предоставляют кредиторам право первого требования на заложенное имущество проектной компании.
- Соглашения о гарантиях и другие подобные инструменты, которые предоставляют кредиторам право первого требования на заложенное имущество спонсоров.

– Депозитарные соглашения.

– Межкредиторские соглашения.

– Соглашения о поддержании ликвидности, такие как кредитные письма (LOC), обязательства поручителя и страховые полисы.

Основными параметрами, подлежащими анализу, являются:

- Четкость и однозначность формулировок контрактных требований, обязательств и условий.
- Методика разрешения контрактных споров.
- Обеспечение механизмов исполнения контракта в случае неудачной реализации проекта, а также воздействия рыночных, валютных и инфляционных рисков.
- Обеспечение права первого требования для кредиторов на имущество проектной компании в случае банкротства.
- Механизмы контроля за денежными потоками проекта.
- Механизмы завершения исполнения контракта.

Финансовые исследования на предынвестиционной фазе основываются на результатах анализа трех предыдущих этапов:

- Исследования технологической подсистемы дают сведения об активах, необходимых для реализации проекта, затратах и себестоимости продукции, а также прогноз объемов выпуска продукции.
 - Маркетинговые исследования дают сведения о потенциальном спросе на продукцию проекта, возможных ценовых стратегиях.
 - Юридические исследования характеризуют структуру обязательств и распределения рисков, механизмы обеспечения выполнения проекта в случае неблагоприятного развития событий, ограничения по ведению бизнеса проектной компании.
- Вместе с тем результаты финансовых исследований также оказывают влияние на прочие этапы предынвестиционных исследований, поскольку устранение выявленных в ходе

финансового анализа недостатков в проектировании может изменить базовые параметры проекта и структуру его участников.

Объектом анализа выступает отчет о движении денежных средств проектной компании. На этапе предварительного расчета определяется общая потребность проекта в капитале, путем выявления отрицательного сальдо денежного потока по прогнозируемым периодам. На основании наличия собственного капитала и по результатам оценки стоимости и доступности заемного капитала формируется новая структура капитала проекта, что требует пересчета модели денежного потока и повторного её анализа. При этом формируется график погашения займа, что также отражается на содержании модели. Данные действия могут неоднократно повторяться до тех пор, пока финансовая модель не устроит акционеров и кредиторов проекта.

Гармонизация финансовых интересов участников проекта продолжается на стадии переговоров о заключении контрактов. В рамках переговоров прорабатывается юридическое оформление достигнутых финансово-экономических соглашений. На данной стадии инициатор проекта предлагает участникам систему прав и обязанностей в отношении имущества и доходов проекта. Переговоры о заключении контрактов, таким образом, представляют собой анализ юридической модели структуры проектного финансирования, переход от предварительных исследований к заключению предварительных договоренностей. Обсуждению подлежат следующие параметры контрактов:

- Спецификация проекта.
- Структура цены продуктов или услуг.
- Базисные принципы формирования SPV.
- Гарантии спонсоров.
- Гарантии третьих лиц.
- Завершение периода эксплуатации проектных объектов.

– Минимально необходимая структура страхования, гарантий и штрафов.

Методами ведения переговоров, в зависимости от целей и стратегии инициатора могут являться вариационный метод, метод интеграции, компромиссный метод. Переговоры могут проводиться как в целом по структуре контрактов проекта методом круглого стола, так и по каждому контракту в отдельности, методом деловых встреч.

Поскольку на данной стадии анализ проекта переходит в плоскость определения ответственности и распределения рисков, участники, используя базовые параметры финансовой модели, будут пытаться создать себе запас прочности, получить более благоприятные контрактные условия, максимизировать права на доходы и имущество и ми-

нимизировать собственные риски. В этих условиях особое значение принимает мотивированная точка зрения на характеристики контрактов и её последовательная защита, что обеспечивается профессиональным проведением предынвестиционных исследований и компетентным юридическим консультированием. По результатам переговоров заключаются предварительные соглашения между участниками проекта, что создает основание для осуществления проекта.

Таким образом, по окончании предынвестиционной стадии проектное финансирование обретает финансовую и юридическую структуры, определяется круг участников, создается система распределения рисков и доходов проекта. Представленная целостная модель формирования структур проектного финансирования на предынвестиционной стадии охватывает движение финансовых потоков и взаимодействие институтов. Она позволяет представить эффективность реализации проекта, как относительно предынвестиционного этапа, так и по совокупности финансовых транзакций в целом.

Список литературы

1. Давыдова Л.В., Ильин И.В. Идентификация и анализ рисков в системе проектного финансирования // Финансы и кредит. – 2011. – № 25(457). – С. 9–20.
2. Давыдова Л.В., Ильин И.В. Развитие проектного финансирования на мировом уровне – ключевой фактор выхода из кризиса и обеспечения экономического роста // Финансы и кредит. – 2010. – № 27(411). – С. 2–8.
3. Ильин И.В., Захаркина Н.В. Управление агентскими отношениями при осуществлении проектного финансирования в условиях нестабильности // Фундаментальные исследования. – 2015. – № 2–12. – С. 2679–2682.
4. 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).
5. Finnerty, J.D. Project financing: asset-based financial engineering. Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2007. 560 p.

References

1. Davydova L.V., Ilin I.V. Identifikacija i analiz riskov v sisteme proektnogo finansirovanija / Finansy i kredit. 2011. no. 25(457). pp. 9–20.
2. Davydova L.V., Ilin I.V. Razvitie proektnogo finansirovanija na mirovom urovne kljuchevoj faktor vyhoda iz krizisa i obespechenija jekonomicheskogo rosta / Finansy i kredit. 2010. no. 27(411). pp. 2–8.
3. Ilin I.V., Zaharkina N.V. Upravlenie agentskimi otnoshenijami pri osushhestvlenii proektnogo finansirovanija v uslovijah nestabilnosti / Fundamentalnye issledovanija. 2015. no. 2–12. pp. 2679–2682.
4. Esty B.C. Why study large projects? An introduction to research on project finance [Elektronnyj resurs]. Rezhim dostupa: www.blackwellpublishing.com/pdf/EUFM_Esty.pdf (data obrashhenija: 17.03.2015).
5. Finnerty J.D. Project financing: asset-based financial engineering. Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2007. 560 p.