

## Содержание

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

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

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

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

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

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

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

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



## Предисловие к русскому изданию

Семь лет назад в предисловии к первому изданию русского перевода этой книги я писал, что проектное финансирование не так часто встречается в России в той форме, в которой оно описано в книге. С тех пор изменилось очень многое. Крупные инвестиционные проекты, государственно-частное партнерство и развитие инфраструктуры сейчас являются, пожалуй, самым устойчивой нишей в экономике. Освоены все виды проектов, применяются практически все варианты финансовых, правовых и коммерческих решений. И поэтому книга, которая вот уже десять лет является самым популярным в мире изданием о проектном финансировании, становится с каждым годом все актуальнее и для России.

Есть как минимум две причины, по которым специалистам в инвестициях, капитальном строительстве и экономике стоило бы прочить эту книгу.

Во-первых, здесь вы найдете ответы на многие вопросы, возникающие при реализации крупных инвестиционных проектов. И эти ответы будут опираться на практический опыт аналогичных решений в странах, где механизмы проектного финансирования складывались столетиями. Понимать эти механизмы важно даже в том случае, если прямо сейчас перед вами не стоит задача поиска денег для очередного инфраструктурного проекта.

Во-вторых, проектное финансирование — это самый сложный вариант инвестиционного проекта. В нем собраны все проблемы, весь опыт анализа и организации, все финансовые и рыночные механизмы, которые применяются при долгосрочных капитальных вложениях. Поэтому методологию и практику из этой книги можно использовать как коллекцию решений для любой задачи, связанной с управлением инвестициями компании. Это касается и оценки рисков, и способов привлечения капитала, и финансового моделирования (которое в виде конкретных моделей и инструментов обычно прорабатывается именно для проектного финансирования, а затем применяется для любых видов капиталовложений).

Я уверен, что эта книга будет полезна для вас и предоставит вам всю необходимую информацию по такой важной сфере банковского бизнеса и управления инвестиционными проектами.

*Дмитрий Рябых,  
генеральный директор «Альт-Инвест»*

## Введение

Проектное финансирование — это метод привлечения долгосрочного заемного финансирования для крупных проектов посредством «финансового инжиниринга», основанный на заимствовании под денежный поток, генерируемый только самим проектом; он зависит от детальной оценки создания проекта, операционных рисков и рисков дохода и их распределения между инвесторами, работодателями и другими участниками на основании контрактов и других договорных соглашений. Проектное финансирование — это относительно новая финансовая дисциплина, которая за последние двадцать лет получила широкое распространение. В 2001 году мировые инвестиции на сумму 190 миллиардов долларов США были профинансированы с использованием методов проектного финансирования (см. § 1.1).

Проектное финансирование — это не то же самое, что и «финансирование проектов», потому как проекты могут быть профинансированы различными способами. Традиционно крупномасштабные проекты государственного сектора экономики в развитых странах финансировались путем государственного заимствования; проекты частного сектора финансировались крупными компаниями, которые привлекали корпоративные займы. В развивающихся странах проекты финансировались государством, которое кредитовалось на международном банковском рынке, многосторонними организациями, такими как Всемирный банк, или с использованием экспортных кредитов. Однако эти подходы начали изменяться, поскольку приватизация и отмена государственного контроля изменили подход к финансовому инвестированию в значимые проекты, перекладывая существенную долю бремени финансирования на частный сектор.

В отличие от других методов финансирования проектов, проектное финансирование является единой сетью, которая затрагивает все аспекты разработки проекта и договорных соглашений, и, таким образом, с финансами нельзя иметь дело в изоляции. Если проект использует проектное финансирование, то не только финансовому директору и работодателю, но и всем участникам проекта (например, проектным разработчикам, представителям правительства и других общественных организаций, инженерам, подрядчикам, поставщикам оборудования, топлива, покупателям продукции, которая будет создана в рамках этого проекта, и другим участникам проектных контрактов) необходимо иметь базисное понимание того, как работает проектное финансирование, и как их часть проекта связана со структурой проектного финансирования, и каким образом на нее воздействует эта структура.

Поэтому цель этой книги — стать справочником по принципам проектного финансирования и практическим проблемам, которые могут вызвать наибольшие трудности при проведении коммерческих и финансовых переговоров. Она основана на практическом опыте автора в качестве банковского, а также независимого эксперта по проектному финансированию. Книга служит и как структурированное введение для тех, кто плохо знаком с предметом, и как *aide memoire* (памятные заметки) для тех, кто разрабатывает и ведет переговоры о сделках проектного финансирования. Автор не предполагает, что читатели имеют специализированные знания по финансовым рынкам или положениям финансовых договоров.

«Дьявол — в деталях» — это популярная поговорка среди проектных финансистов, и книга по проектному финансированию, которая предполагает стать практическим руководством, а не обобщенным исследованием или нечетким обзором предмета, должна содержать в себе многочисленные детальные объяснения. Но при наличии системного подхода и понимания принципов, которые лежат в основе этих деталей, обнаружение пути сквозь заросли становится менее сложной задачей.

Сущность проектного финансирования в этой книге представлена практически таким же способом, как и отдельные проекты на финансовом рынке (см. § 4.1.8).

- *Общая ситуация на рынке проектного финансирования и роли основных участников.*
  - Глава 1 дает пояснения по изменениям, произошедшим на рынке проектного финансирования за последнее время, его ключевым характеристикам, каким образом они отличаются от других типов финансов, и почему проектное финансирование находит себе применение.
  - Глава 2 обеспечивает информацией относительно рынков привлечения заемного капитала для проектного финансирования.
  - Глава 3 дает пояснения, как спонсоры (ключевые инвесторы) и проектная компания разрабатывают проект, а также описывает процедуру открытого конкурсного отбора участников для реализации проекта, проводимого представителями общественных организаций.
  - Глава 4 излагает процедуры привлечения финансов частных заимодавцев.
- *Обзор коммерческих контрактов, которые могут формировать систему привлечения проектного финансирования.*
  - Глава 5 представляет обзор главного проектного соглашения. Обычно это или контракт на покупку будущей продукции проекта, или концессионное соглашение, которые играют центральную роль во многих структурах проектного финансирования.
  - Глава 6 рассматривает другие важные контракты по проекту. Они включают в себя контракты на строительство и эксплуатацию проекта, поставку сырья и других исходных компонентов и договор о страховании.
- *Объяснение анализа рисков проектного финансирования.*
  - Глава 7 объясняет, как заимодавцы анализируют и уменьшают коммерческие риски, присущие проекту.

- Глава 8 таким же образом объясняет воздействие макроэкономических рисков на проектное финансирование и то, каким образом эти риски (риск, связанный с инфляцией, и риски, связанные с процентной ставкой и движением обменного курса) можно уменьшить.
- Глава 9 анализирует политические риски и то, каким образом они могут воздействовать на проект.
- Глава 10 представляет обзор, как можно при помощи страхования, гарантий или займов экспортных кредитных агентств и банков развития, а также страхования в частном секторе учитывать политические риски, которые неприемлемы для частных заимодавцев.
- *Описание процедуры создания финансовых структур для проекта.*
  - Глава 11 суммирует исходные данные, используемые финансовой моделью проекта, и то, как инвесторы и заимодавцы применяют результаты этой модели.
  - Глава 12 демонстрирует, каким образом обзор и анализ рисков находят свое отражение при переговорах о финансовой структуре проекта и его сроках.

Книга снабжена глоссарием, куда вошли технические термины, которые в основном относятся к проектному финансированию, а также другие финансовые понятия и аббревиатуры. Всем понятиям дано краткое объяснение, а также приведены ссылки на основной текст, где можно найти более полное объяснение этого понятия.

Крупноформатные таблицы с детальными вычислениями, на которых базируются таблицы в главе 8, главе 11 и главе 12, могут быть загружены с сайта [www.yescombe.com](http://www.yescombe.com).

Если нет иных пояснений, то \$ в книге соответствует доллару США.

## Глава 1. Что такое проектное финансирование?

В этой главе дан обзор факторов, которые послужили предпосылками для быстрого распространения проектного финансирования в последнее время (см. § 1.1), его характерных особенностей (см. § 1.2) и взаимоотношений с приватизацией (см. § 1.3), а также других форм структурного финансирования (см. § 1.4). В заключение преимущества использования проектного финансирования рассматриваются с точки зрения различных участников проекта.

### § 1.1. Развитие проектного финансирования

Расширение практики проектного финансирования за последние двадцать лет в основном определялось мировыми процессами отмены государственного контроля на предприятиях коммунального хозяйства и приватизацией государственного сектора капитальных инвестиций. Также этому способствовала интернационализация инвестиций для наиболее значимых процессов: сейчас ведущие разработчики проектов управляют мировыми портфелями и, выступая в качестве банковских и финансовых консультантов, способны применять опыт, накопленный в одной стране, при реализации проекта в другой стране. Как правило, правительства и государственный сектор экономики также выигрывают от такого обмена опытом.

Частное финансирование для проектов общественной инфраструктуры не является новой концепцией; в XVIII веке и начале XIX столетия система дорог в Англии была восстановлена с использованием частного финансирования, которое базировалось на доходах от пользования этими дорогами; железные дороги, водо- и газоснабжение, электрификация, развитие телефонной связи получили широкое распространение во всем мире главным образом благодаря инвестициям частного сектора. Однако в первой половине XX столетия во многих странах государство взяло на себя руководство такими предприятиями, и только в последние двадцать лет этот процесс развернулся в обратную сторону. Проектное финансирование как приемлемый метод долгосрочного финансирования капиталоемких отраслей промышленности, в которых капиталовложения имеют относительно предсказуемый денежный поток, сыграло важную роль в обеспечении финансирования, необходимого для проведения таких изменений.

Можно идентифицировать несколько успешных волн проектного финансирования.

- Финансирование проектов, связанных с добычей природных богатств (природные ископаемые, нефть и газ), на основании которых были выведены

**Таблица 1.1.** Проектное финансирование, основанное на ссудах частного сектора, 1996–2001

(Миллионы долларов США)	1996	1997	1998	1998	2000	2001
Энергетика	18 283	18 717	21 663	37 262	56 512	64 528
Телекоммуникации	13 296	19 864	16 275	24 929	36 735	25 445
Инфраструктура	5037	7436	9006	12 673	16 755	14 473
Нефть и газ	3417	15 386	10 666	7792	12 552	12 638
Недвижимость и досуг	290	465	369	1573	1638	6530
Нефтехимия	4100	4603	3129	5356	3337	3898
Промышленность (технологические производства)	1964	2144	2641	1396	3538	3646
Разработка месторождений	1234	6307	2694	1377	629	2323
<b>Всего</b>	<b>47 621</b>	<b>74 922</b>	<b>66 443</b>	<b>9358</b>	<b>131 696</b>	<b>133 481</b>

современные методики проектного финансирования, впервые появилось в Техасе, в 1930-е годы, для нефтедобычи. Значительным толчком для его развития послужило увеличение цен на нефть и разработка нефтяных залежей в Северном море в 1970-е годы, а также проекты, связанные с добычей газа и других полезных ископаемых в Австралии и некоторых развивающихся странах.

- Финансирование независимых энергетических проектов (IPP-проекты) в секторе электроснабжения (главным образом для производства энергии), впервые появившихся в США в 1978 году после выхода закона Private Utility Regulatory Policies Act (PURPA), регулирующего деятельность частных предприятий коммунального хозяйства, способствовало развитию комбинированных предприятий, которые вырабатывают тепловую и электрическую энергию, приватизации предприятий по производству электроэнергии в Великобритании в начале 1990-х годов и более позднему процессу приватизации и передачи руководства предприятиями электроэнергетики в частный сектор в мировом масштабе.
- Финансирование общественной инфраструктуры (дороги, транспорт, общественные здания и тому подобное) получило свое развитие в Великобритании благодаря закону Private Finance Initiative (PFI) с начала 1990-х годов; сейчас такие проекты обычно известны как государственно-частное партнерство (PPPs).
- Финансирование безудержного мирового распространения сетей мобильной телефонной связи получило свое развитие в конце 1990-х годов.

Анализ проектного финансирования, основанного на привлечении займов, предоставленных займодавцами из частного сектора, в разрезе промышленных секторов в последние годы иллюстрирует эти тенденции (табл. 1.1). Результаты отмены государственного контроля на ряде предприятий электроэнергетики в США в последние годы и рост инвестиций в развитие мобильной связи во всем мире особенно показательны на основании представленных цифр. Устойчивый

рост практики проектного финансирования для PPP-проектов (инфраструктура и недвижимость) также просматривается достаточно хорошо. (В главе 3 представлен более полный анализ по географическому признаку.)

Если допустить, что в среднем долг составляет 70% от итоговой стоимости проекта, то на основании этих цифр в 2001 году 190 миллиардов долларов США новых инвестиций в мире были профинансированы посредством проектного финансирования заимодавцами из частного сектора.

Следует отметить, что эти статистические данные не включают в себя прямое кредитование проектов, которое осуществляют экспортные кредитные агентства<sup>1</sup> и многосторонние банки развития (см. главу 10) или другие государственные агентства. Помимо этого, а) из-за спорности вопроса, можно или нет рассматривать определенные ссуды структурного финансирования как проектное финансирование (см. § 1.4), и б) вследствие того, что границы между проектным финансированием и финансированием проектов не всегда точно определены, рыночная статистика, компилированная из различных источников, может различаться в значительной степени<sup>2</sup>; однако общие тенденции и масштаб проектного финансирования достаточно очевидны.

## § 1.2. Особенности проектного финансирования

Структуры проектного финансирования различаются между собой для различных промышленных секторов, а также при заключении различных договоров: не существует такого понятия, как стандартное проектное финансирование, так как каждый договор имеет свои собственные уникальные характеристики. Но существуют общие принципы, лежащие в основе подхода проектного финансирования.

Некоторые типичные характеристики проектного финансирования следующие.

- Оно осуществляется для «ограниченного» проекта (проекта, который юридически и экономически является самодостаточным) через юридическое лицо, которое специализируется в этом направлении (обычно это компания) и бизнес которого определяется только этим проектом (project company — проектная компания).
- Как правило, чаще оно осуществляется для нового проекта, чем для уже созданного бизнеса (хотя ссуды проектного финансирования могут рефинансироваться).
- Существует высокое соотношение долга к собственному капиталу («финансовый рычаг») — грубо говоря, ссуда при проектном финансировании может составлять 70–90% от стоимости проекта.

---

<sup>1</sup> Государственные финансовые учреждения, специализирующиеся на субсидировании и гарантировании экспортных кредитов. *Прим. пер.*

<sup>2</sup> К примеру, статистическая информация, представляемая Euromoney's Loanware, оценивает общий рынок проектного финансирования в 145 миллиардов долларов США, что на 12 миллиардов долларов США больше, чем показатели табл. 2.1.

- Не существует гарантий от инвесторов в проектную компанию (финансирование без регресса) или только ограниченные гарантии (финансирование с ограниченным регрессом) для заемного капитала проектного финансирования.
- Заимодавцы при выплате процентов и долгов (обслуживание долга) рассчитывают в большей степени на проектный будущий денежный поток, который будет генерироваться проектом, чем на стоимость их активов или анализ исторических финансовых результатов.
- Основными гарантиями для заимодавцев являются контракты проектной компании, лицензии или права собственности на пользование природными ресурсами; физические активы проектной компании, вероятно, будут стоить намного меньше, чем долг, если они будут распроданы после невыполнения условий финансирования.
- Проект имеет ограниченный срок жизни, определяемый такими факторами, как срок действия контрактов или лицензий или величина запасов природных ресурсов, и, следовательно, долг проектного финансирования должен быть полностью выплачен к концу срока жизни проекта.

Следовательно, проектное финансирование отличается от корпоративной ссуды, которая в первую очередь одалживается под бухгалтерский баланс компании, прогнозируется путем экстраполяции денежных потоков прошлых периодов и прибыли и предполагает, что компания будет продолжать вести свой бизнес неопределенный период времени и, следовательно, сможет возобновлять свои ссуды (rolling-over — замена более ранней ссуды на новую с более поздним сроком погашения).

Проектное финансирование состоит из многочисленных строительных блоков, однако не все они обязательно будут входить в каждое соглашение проектного финансирования (см. § 1.4), и, вполне вероятно, могут существовать контракты и соглашения, кроме тех, что указаны на рис. 1.1.

Само по себе проектное финансирование имеет две составляющие:

- собственный капитал, предоставленный инвесторами проекта;
- заемный капитал проектного финансирования, предоставленный одной или несколькими группами заимодавцев.

Заемный капитал проектного финансирования имеет приоритет требования к чистому операционному денежному потоку проекта; доход инвесторов от собственного капитала в этом случае больше зависит от успешности всего проекта в целом.

Контракты, заключенные проектной компанией, обеспечивают поддержку проектному финансированию, в частности, путем перераспределения рисков среди других участников проекта, на основании проектных контрактов, частично формируя «пакет защиты» для заимодавцев. Проектные контракты могут включать следующее.

- Соглашение о проекте, которое может быть:
  - или соглашением на производство и продажу продукции (off-take contract) (например, соглашение о покупке энергии), на основании которого про-



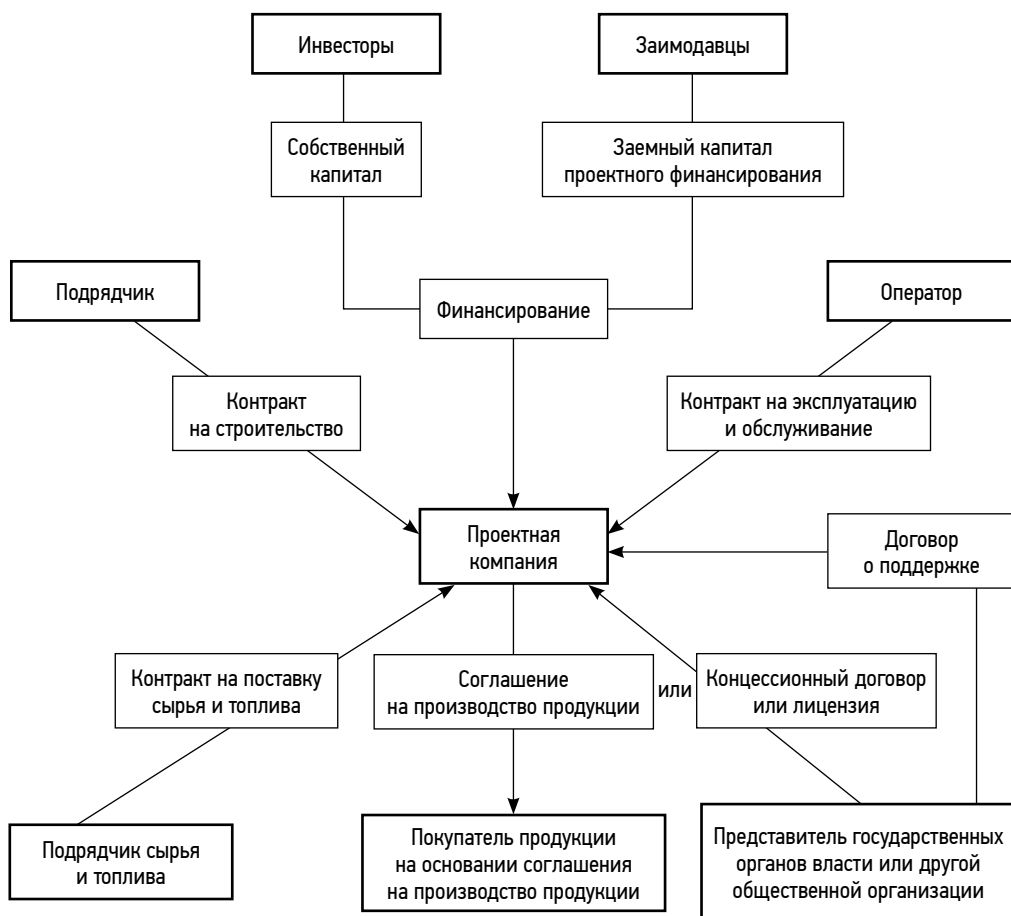


Рис. 1.1. Упрощенная структура проектного финансирования

дукция, произведенная в рамках проекта, будет продаваться по формуле долгосрочного ценообразования;

или концессионным договором (concession agreement) с представителем государственных органов власти или другой общественной организации, который дает проектной компании право сооружать проект и получать прибыль от него, поставляя услуги или государственному сектору (например, общественные здания), или непосредственно общественности (например, платная автомобильная дорога).

В качестве альтернативы проектная компания может иметь лицензию на производство работ согласно общепринятому законодательству (например, сеть для мобильных телефонов).

Другие проектные контракты, например такие.

- Договор на инжиниринг, поставку оборудования и строительство (engineering procurement and construction — EPC contract) «под ключ», согласно

которому проект будет разработан и реализован за определенную цену и с завершением к определенной дате.

- Контракт на поставку сырья и топлива (input supply contract), согласно которому топливо или другое сырье для проекта будут поставляться по формуле долгосрочного ценообразования в согласованных объемах.
- Контракт на эксплуатацию и обслуживание (operation and maintenance — O&M contract), согласно которому третьи лица будут нести ответственность за управление проектом, после того как он будет построен.
- Соглашение о правительственной помощи (government support agreement) (обычно применяется в развивающихся странах), которое может обеспечить различные виды поддержки, такие как гарантии закупок или налоговые льготы для инвестиций в проект.

Проектное соглашение детально будет рассмотрено в главе 5, а другие проектные контракты — в главе 6. Конечно, ни одна из этих структур или договорные отношения не являются уникальными для проектного финансирования; любая компания может иметь инвесторов, подписать контракты, получить лицензию у правительства и тому подобное; однако взаимная значимость этих вопросов и способ, которым они связаны между собой, — это ключевой фактор проектного финансирования.

### § 1.3. Проектное финансирование и приватизация

Проектное финансирование следует отличать от приватизации, которая: или передает права собственности на активы государственного сектора в частный сектор — этот процесс не обязательно вовлекает проектное финансирование, приватизированная — бывшая ранее государственной — компания может привлечь любое требуемое финансирование посредством корпоративного займа;

или предусмотрена для услуг, поставляемых частными компаниями, ранее поставлявшихся государственным сектором (например, уборка улиц). Опять же нет необходимости привлекать проектное финансирование: возможно, частной компании не потребуется значительных капиталовложений, и, таким образом, нет необходимости в финансировании вообще и можно использовать корпоративный заем для привлечения требуемого финансирования для инвестиций по обеспечению обслуживания.

Проектное финансирование может соответствовать варианту, представленному на рисунке, если компания нуждается в финансировании для строительства общественной инфраструктуры на основе контракта или лицензии, например таких.

- Контракт на покупку продукции, на основании которого будет реализован проект, чтобы продавать его продукцию организациям государственного сектора (например, строительство электростанции для дальнейшей продажи электричества электрической компании, которая занимается ее распределением и принадлежит государству).

- Концессионное соглашение, на основании которого будет реализован проект для поставки услуг организации государственного сектора (например, снабжение государственного госпиталя предметами жизнедеятельности и оборудованием).
- Концессионное соглашение, на основании которого будет реализован проект для поставки услуг для общественности, обычно поставляемых государственным сектором (например, платная автодорога).
- Концессионное соглашение или лицензия, на основании которых будет реализован проект для поставки новых услуг общественности (например, сеть мобильной телефонии).

Такие проектные соглашения с государственным сектором, которые обеспечивают основу для проектного финансирования, могут иметь несколько различных форм.

**Build-own-operate-transfer (BOOT) projects — проекты на строительство — владение — управление и передачу прав собственности.** Проектная компания сооружает проект, владеет и управляет им на протяжении определенного периода времени, получая прибыль от него на протяжении этого периода времени, по окончании которого права собственности на него передаются обратно государственному сектору. Например, проектная компания может построить электростанцию, владеть ею двадцать лет, в течение которых сгенерированная ею энергия будет продаваться на основании контракта на покупку, а по истечении этого периода права собственности вернуться в государственный сектор.

**Build-operate-transfer (BOT) projects — проекты на строительство — управление и передачу прав собственности (также известные как проекты на проектирование — строительство — финансирование — управление (Design-build-finance-operate (DBFO) projects)).** В этом случае проектная компания никогда не имеет прав собственности на активы, используемые для обеспечения проектных услуг. Однако проектная компания сооружает проект и имеет право получать прибыль от управления этим проектом (ей также может быть предоставлен договор аренды на место сооружения проекта и связанных с ним зданий и оборудования в период действия проекта — они известны как проект на строительство — аренду и передачу (Build-lease-transfer (BLT) project) или проект на строительство — аренду — управление и передачу (Build-lease-operate-transfer (BLOT) project). Эти структуры используются в тех случаях, когда общественный характер проекта делает его неприемлемым для владения компаниями из частного сектора — к примеру, дорога, мост или туннель, — и, следовательно, права собственности всегда остаются в государственном секторе.

**Проект на строительство — передачу прав собственности и управление (Build-transfer-operate (BTO) project).** Практически то же самое, что и BOT-проект, за исключением того, что государственный сектор не принимает прав собственности, пока строительство не закончено.

**Проекты на строительство — владение и управление (Build-own-operate (BOO) projects).** Это проекты, в которых права собственности на проект остаются в проектной компании в течение всего срока жизни проекта — например,

электростанция в приватизированной электроэнергетике или сеть мобильной телефонии. Следовательно, проектная компания получает прибыль от любой остаточной ценности проекта (проектные соглашения с частным сектором обычно тоже относят к этой категории).

Существуют другие варианты акронимов для различных проектных структур, и рынок проектного финансирования не всегда использует их согласованно — например, BOT-проект часто означает «строительство — владение — передача», то есть то же самое, что и BOOT-проект.

Понятно, что проектная компания всегда предпочитает владеть проектными активами. Но с точки зрения проектного финансирования факт передачи прав собственности на проект государственному сектору через короткий или длинный период времени, или же ситуация, когда права собственности на неограниченный срок остаются у компании частного сектора или же эти права никогда не принадлежат компании из частного сектора, определяют небольшие различия. Это объясняется тем, что реальная ценность при проектном финансировании заключается не во владении активами проекта, а в праве получать денежные потоки, генерируемые этим проектом. Но хотя эти различные структуры собственности имеют ограниченную важность для заимодавцев, любая долгосрочная остаточная ценность проекта (это может быть в BOO-проекте, но не в BOOT/BOT/ВТО-проекте) может иметь существенное значение для инвесторов при оценке их вероятного дохода.

## § 1.4. Проектное финансирование и структурное финансирование

Хотя существуют общие характеристики и особенности в том, что рынок называет сделками проектного финансирования, но, как мы уже упоминали ранее, не все «строительные блоки», представленные на рис. 1.1, входят в проектное финансирование.

- Если продукция проекта — это предметы общего потребления, для которых существует широкий рынок (например, нефть), то нет необходимости в заключении контракта на покупку продукции.
- Проект, связанный с платной автодорогой, имеет концессионное соглашение, но не имеет контракта на покупку.
- Проект по развитию сети мобильной телефонии, как правило, строится без контракта, где зафиксирована стоимость проекта и сроки его строительства, и не имеет контракта на покупку продукции.
- Проекты, связанные с разработкой полезных ископаемых или нефти и газа, базируются на концессии или лицензии на добычу сырья, но проектная компания может продавать продукцию на рынке без контракта на покупку.
- Проект, который не использует топливо или подобное сырье, не требует контракта на поставку сырья.
- Соглашение о федеральной помощи, как правило, заключается для проектов в развивающихся странах.

Следовательно, не существует точных границ между проектным финансированием и другими типами финансирования, в которых привлекается относительно высокий уровень заимствования для финансирования бизнеса; также границы стираются, по мере того как сделки, которые начинаются как новые проекты, затем укореняются и рефинансируются, — такое рефинансирование в большей степени принимает черты корпоративного займа.

Заимодавцы сами проводят границы между проектным финансированием и другими типами кредитования, основанными скорее на практическом использовании, чем теории, принимая во внимание, что навыки, используемые кредитными специалистами для проектного финансирования, могут также быть использованы в подобных типах финансирования. Многие заимодавцы рассматривают проектное финансирование как часть своих операций структурного финансирования, к которым можно отнести любой вид финансов, где специализированный целевой инструмент (*special purpose vehicle* — SPV), аналогично проектной компании, должен рассматриваться как заемщик для привлечения финансирования при помощи структур собственного и заемного капитала, чтобы организовать денежный поток, в отличие от корпоративных ссуд, которые выдаются уже существующему заемщику (см. § 4.1). Как результат, статистику рынка проектного финансирования нужно рассмотреть с некоторой осторожностью, поскольку она может включать в себя или не включать крупные сделки, находящиеся на стыке проектного финансирования с другими типами структурных финансов.

Примеры других типов структурного финансирования и их отличий от проектного финансирования могут включать следующее.

**Финансирование дебиторской задолженности.** Оно базируется на предоставлении займов под денежный поток устоявшегося бизнеса, включает привлечение финансирования через специализированный целевой инструмент, сходный с проектной компанией (но, как правило, без учета бухгалтерского баланса истинного владельца денежного потока), денежный поток может быть рассчитан по основному бизнесу (например, сеть отелей) или с учетом специальных контактов, которые являются предпосылками для этого денежного потока (например, потребительское кредитование, торговые контракты и тому подобное). Ключевое отличие от проектного финансирования заключается в том, что финансирование дебиторской задолженности основывается на проецировании денежного потока от уже устоявшегося проекта.

Хотя телекоммуникационное финансирование часто относят к проектному финансированию, оно имеет очень мало общих характеристик с другими типами проектного финансирования. Можно сказать, что оно находится на полпути между финансированием дебиторской задолженности и «истинным» проектным финансированием, но займы обычно не выдаются, пока не определена выручка (см. § 7.8.7).

**Секьюритизация.** Если финансирование дебиторской задолженности обеспечивается на рынке облигаций (см. § 4.2), то это называется секьюритизацией дебиторской задолженности. (Также было несколько примеров секьюритизации дебиторской задолженности вследствие заимствования для проектного

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

[e-Univers.ru](http://e-Univers.ru)