



БАНКИТЕ И ДЪЛГОВИЯТ КАПИТАЛ В УСЛОВИЯТА НА ПРОЕКТНО ФИНАНСИРАНЕ – ВЪЗМОЖНОСТИ И ИНСТРУМЕНТИ

BANKS AND DEBT CAPITAL IN THE CONTEXT OF PROJECT FINANCING – OPPORTUNITIES AND INSTRUMENTS

Мария Врачовска
Mariya Vrachovska

Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“
“St. Cyril and St. Methodius“ University of Veliko Tarnovo

Abstract: The importance of investments in purposeful integration for stabilization and development of the economy imposes the need for qualitatively new methodological solutions for their structuring and management. The article examines the system of interactions arising in the conditions of project financing. Demonstrating the flexibility of this form of investment aims to establish it as an effective platform for investment, including in an unstable economy. Given the crucial role of debt financing in the considered economic category, the role of banks is argued not only as creditors and suppliers, but mainly as partners. Emphasis is also placed on the possibilities of the mechanisms and tools for mobilizing bank money.

Keywords: project financing; banks; mezzanine financing; syndicated loans; bridge loans.

JEL: G 11, G21, G32

ВЪВЕДЕНИЕ

Значимостта на инвестициите при една целеориентирана интеграция за стабилизиране и развитие на икономиката налага качествено нови методологически решения за тяхното структуриране и управление. В тази връзка през последните двадесет години се наблюдава нова вълна от глобален интерес към проектното финансиране като специфична техника за реализация на инвестиционни начинания. Със своята гъвкавост тази форма се утвърждава едновременно като ефективна платформа и инструмент за привличане на средства, включително в условията на нестабилна икономика.

Проектното финансиране е техника, която привлича вниманието с обхвата, многообразието и сложността на структурните модели, използвани при нейното реализация. Това може да се определи като предимство, но като форма за структурно финансиране, границите на проектното финансиране трудно могат да бъдат фиксирани. Невъзможно е да се стандартизират организационните и процесните структури при реализацията му и това е причина за нуждата от задълбочаване на неговото изследване.

Обект на изследване в статията е системата от взаимодействия, възникващи в условията на проектно финансиране. Предвид определящата роля на дълговото финансиране в рамките на разглежданата икономическа категория се аргументира ролята на банковия сектор. Изследват се възможностите, механизмите и инструментите за мобилизиране на банков паричен ресурс.

ИЗЛОЖЕНИЕ

Проектното финансиране като специфична техника за капиталово обезпечаване и структуриране на инвестиционни проекти става широко популярно в развитите страни през втората половина на XX век. Основните направления на неговото приложение са свързани с мащабни международни проекти в нефтодобивния, енергийния и инфраструктурния сектор на икономиката. Към днешна дата проектното финансиране се счита за един от най-ефективните начини за прилагане на съвременни финансови инструменти и схеми, които позволяват натрупване на значителни парични ресурси от различни източници при едновременното оптимизиране на рисковете от инвестиционния проект чрез преразпределянето им сред участниците (Esty 2004; Fabozzi & Nevitt 2000; Finnerty 2007; Gatti 2008).

Отличителна особеност на техниката е обвързването на финансирането на проекта със собствения му оперативен паричен поток и активи, без необходимостта от предоставяне на допълнителни гаранции от инициаторите (собствениците) на проекта.

Въпреки множеството възможни участници при структуриране на проектното финансиране като основни функционални звена на системата се открояват проектната компания, акционерите и кредиторите.

Проектната компания е организацията, която ще притежава, развива, изгражда, оперира и поддържа проекта. Тя се създава като дружество със специална инвестиционна цел (*Special Purpose Vehicle*), което означава, че нищо извън целта на проекта не може да му оказва влияние. Тази организационно-правна форма гарантира изолиране на активите, свързани с дефинираната специфична и тясна цел на начинанието, като по този начин се осигурява комфорт на инвеститорите, а в частност – и на кредиторите. На практика правната, организационната и финансовата изолация от другите бизнес начинания на акционерите е в състояние да облекчи инвестиционния риск, да привлече финансиране при сравнително ниска цена и същевременно да донесе полза на всички въвлечени бизнес субекти. Проектната компания оперира в центъра на широка мрежа от договорни отношения, чрез които се разпределят разнообразните проектни рискове. При проектното финансиране редица дългосрочни договори, като договори за строителство, за доставка, за отдаване и концесия, както и различни структури за съвместна собственост, се използват за привеждане в съответствие на разнопосочните интереси на всяка страна, участваща в проекта. Проектната компания е в основата на баланса между необходимостта от споделяне на риска и ефективността на управленските действия, целящи осигуряването на координираност между множеството свързани с проекта страни.

Движещата сила на проектното финансиране са инвеститорите – акционери и кредитори. Въпреки че фрагментираното капиталово или дългово финансиране на капиталовите пазари би помогнало за диверсифициране на рисковете сред по-голямата база на инвеститорите, това би затруднило контрола и управленската свобода при разпределението на свободните парични потоци. Ето защо при проектно финансираните дружества капиталът се държи от малък брой инвеститори. Концентрираната собственост върху дълга и собствения капитал подобрява мониторинга на проекта от доставчиците на капитали и улеснява прилагането на специфични за проекта правила за управление с цел избягване на конфликт на интереси или неоптимални инвестиции.

Собственик на проектната компания (в англоезичната литература – спонсор) е лицето, което самостоятелно или в съдружие участва в създаването и структурирането на проектното начинание, популяризира го и обединява интересите на останалите участници в проекта. В ролята на спонсори обичайно встъпват публични субекти и юридически лица – корпоративни структури вкл. бъдещи купувачи на продуктите или услугите на проекта.

Открояваща се специфика на проектното финансиране е значимостта на кредиторите. Без високия финансов ливъридж, осигурен от привлечен капитал, получен при условията на специфично по своята архитектура и инструментариум кредитиране, няма да бъде постигната привлекателността за участие в проекта на акционерите на проектната компания. Типичната капиталова структура при проектното финансиране включва 70–75% дълг и 25–30% собствен капитал (Scannella 2012, p. 85). При тези условия обективно се засилват интересът и ролята на банковите

институции, за които философията на проектното финансиране е привлекателна от гледна точка на дългосрочната рентабилност, механизмите за съвместно управление на инвестиционните рискове, диверсификацията на дейностите, пряката и непряка подкрепа на държавата, използването на правно обосновани инструменти за стратегическо и оперативно управление, наличието на разнобразен финансов инструментариум.

С кредитирането на добре структурирани проекти, изградени на принципите на проектното финансиране, банките целят:

Първо. Максимизиране на печалбата и минимизиране на риска. При дългосрочно кредитиране, поради повишен риск, доходите на кредитора са по-високи. Въпреки че до неотдавна проектното финансиране е смятано за рискова дейност, през 2003 г. Standard and Poor's публикува първото от редица свои изследвания (Standard & Poor's 2003), в което показва, че този тип банкова дейност е изложена на загуби толкова, колкото и традиционното корпоративно кредитиране, защото методиката, по която се отпуска ресурсът, осигурява относителна сигурност на банките. При актуализиране на своите рамкови критерии на методологията за присвояване на кредитен рейтинг, основан както на основния, така и на субординирания дълг, използвани в проектно финансираните структури, рейтинговата агенция потвърждава извода си от предходни години, като изтъква, че „проектното финансиране остава стабилна практика за кредитиране на всички видове инфраструктури по целия свят, а неговите структури за креативно финансиране продължават да привличат различни класове емитенти и инвеститори. Проектното финансиране продължава да бъде избирана техника за финансиране поради силния глобален тласък в развитието на всички видове енергия, транспортната инфраструктура и при изграждане на нови активи, ориентирани към обществото“ (Standard & Poor's 2007, p. 2).

Второ. Развитие на дългосрочни партньорства с клиенти. Улесняват се от установената дългосрочност и значителният обем на основния кредит. Освен това по правило големите проекти, финансирани от банки, включват значителен брой партньори (вкл. застрахователни, лизингови, инвестиционни и банкови структури), които също могат да станат потенциални клиенти на банката кредитор.

Трето. Укрепване на връзките с държавните органи на власт. От една страна, проектното финансиране все по-често се ползва като базова платформа за организационно структуриране на публично-частно партньорство, а от друга – модификаторите, които биха могли да доведат до по-висок кредитен рейтинг, включват обвързването на проекта с правителствен субект.

Четвърто. Укрепване имиджа на банката кредитор. Следвайки глобалните тенденции за устойчиво развитие и в унисон с екваториалните принципи банките, финансират проекти и компании, ангажирани с прехода към рационално използване на наличните ресурси, гарантиращи екологична и социална устойчивост, което влияе на имиджа и потвърждава ролята на отговорна банка¹.

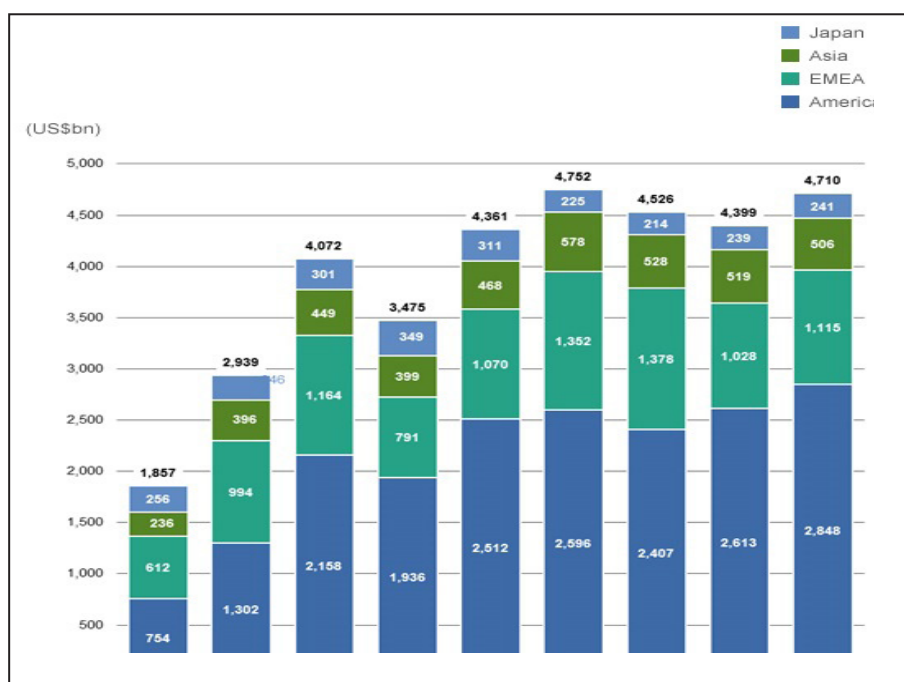
Пето. Продажбата на свързани банкови продукти и услуги, които могат да представляват интерес за множеството участници, въвлечени в изпълнението на проекта (Nikulina, Baklazhkova 2016, p. 171).

Проектното финансиране е проектирано специално за задоволяване на уникални капиталови нужди, които обикновено не се покриват с инструментариума на традиционните банкови кредитни продукти – инвестиционни кредити (кредитна линия), финансов лизинг, междубанково финансиране вноса на оборудване или услуги с участието на агенции за експортно кредитиране от страните доставчици, търговско кредитиране, комбинации от стандартни кредитни продукти. Въпреки че предоставянето на последните във връзка с множеството възможни съпътстващи договорености в рамките на реализацията на проектното начинание сред характерните, значими и перспективни инструменти трябва да отнесем синдикираното, мостовото и мецанин кредитно финансиране.

¹ Виж подр. **Врачовска, М.** Аспекти на проектното финансиране в условията на глобален банков пазар. Сборник студии „Икономически хоризонти '21 – финансово-счетоводни перспективи“, том I, Велико Търново: УИ „Св. св. Кирил и Методий, 2020.

Мащабът на инвестиционните начинания, организирани под формата на проектно финансиране, налага необходимостта от концентриране на значителни по размер ресурси, които не са по силата на нито един инвеститор индивидуално. За да предложат своите услуги, банките формират обединения и въз основа на многостранно споразумение за заем между кредитополучателя и кредиторите (банката организатор и /или участващите банки). Освен че позволява акумулирането и предоставянето на значителни по размер средства, чрез синдикирането се диверсифицира кредитният риск чрез разпределянето му между участниците в синдиката.

Синдикирането съчетава предимствата на публичното предлагане и индивидуалния подход към параметрите и условията за привличане на заемен продукт (Maslenkova 2010, p. 54). Като специфична характеристика на този тип кредитиране можем да приемем, че той е в компетенцията на банкови консорциуми и е пряко свързан с етапите на инвестиционния цикъл. Като банков инструмент синдикираното кредитиране позволява не само да се задържат големи клиенти, но и да се разшири достъпът до капиталовия пазар, да се разнообрази базата на финансираните инвестиционни програми, да се укрепи репутацията на финансовия пазар, да се повиши доверието на банковата общност. От своя страна, развитието на вторичния пазар на синдикация подобрява структурата на баланса на първоначалния кредитор, стимулира пазара на деривати, за който синдикираният заем служи като основен актив, и повишава ликвидността на задълженията по дълга.



Източник: Dealogic

Фиг. 1. Глобален пазар на синдикирани кредити (2009–2017)

По данни на Dealogic за 2018 г. сделките (1035 бр.) за синдикирано кредитиране за проектно финансиране възлизат на 368,5 млрд. щ. долара, при общ обем на синдикирани заеми 5,28 трлн. щ. долара. Ако със своите мащаби пазарът на синдикирани кредити може да се приеме за индикатор на основните направления на инвестиционна активност, то проектното финансиране е с около 14% дял в целевия му профил². След обяснимия спад през 2009 г. пазарът бързо възстановява достигнатите предкризисни обеми. В регионален разрез също се наблюдава трайна тенденция – американският пазар изпреварва с почти двойни обеми този на страните от Европа, Близкия изток и Африка (Фиг. 1.)

² Другите целеви направления на синдикирано кредитиране са свързани с експортно финансиране, лийвъридж изкупуване, финансиране на придобиване, рефинансиране на банкови задължения.

За разлика от синдикираното кредитиране, мецанин финансирането се осъществява не само от банкови институции, а и от хедж фондове, пенсионни фондове, инвестиционни фондове, застрахователни компании. Въпреки конкуренцията финансовият продукт може да се определи като надежден и перспективен за банковата практика. Допълнителен стимул за инвестиционните банки е и фактът, че техниката се използва както за проектно, така и за традиционното корпоративно финансиране (в частност при осъществяване на индивидуални сливания и придобивания на компании).

Мецанин финансирането е хибриден инструмент, обединяващ кредитни и директни инвестиции в компания. Характеризира се като начин за капиталово осигуряване на проекти, при който инвеститорът предоставя средства под формата на дългово финансиране (подчинен, необезпечен в традиционния смисъл на заема), най-често с придобиването на опция за частично преобразуване на задължения в акции на фирмата при предварително определена цена. Допустим е и евентуален резерв за упражняване на това право при настъпване на определени условия. В този си вид мецанин финансирането приема форма на квазисобствен капитал, предоставяно без залог или със залог под формата на акционерен капитал на дружество – потребител на мецанин.

Инструментите за финансиране на мецанин като правило са подчинени дългови инструменти или конвертируеми облигации, както и комбинация от тях. Възможно е и използването на дялови ценни книжа под формата на варанти или други права. В зависимост от избраната форма те биват: подчинено финансиране, подчинено финансиране с опция за конвертиране на облигации в акции, изкупуване на привилегировани акции. Най-често използваната форма е тази, която е свързана с издаване на конвертируеми облигации. Инвеститор, който е изкупил тези облигации, придобива правото да ги конвертира в акции на дружеството по предварително договорена цена.

Мецанин кредитите са сравнително големи по обем, обикновено необезпечени и с подчинена структура. Срокът за погасяването им често надвишава пет години, като сумата на главницата се изплаща на падежа на кредита. Интересът на кредитополучателите е провокиран както от субординирания характер на дълга, така и от възможността за опционното споразумение, позволяващо на кредитополучателя да плати на кредитора във удобна за него форма – с директно кредитно погасяване или с предоставяне на акции.

Опитът от проектно финансираните компании показва, че наред със синдикираното и мецанин кредитиране като ефективен и алтернативни инструменти се налага мостовото кредитиране.

Мостовите кредити се използват в случаите, когато основният пул от инвеститори не е готов да предостави на проекта допълнителен капитал към настоящия момент, но проектната компанията очаква получаване на допълнителна парична инфузия в близко бъдеще. По същество мостовото финансиране е начин за получаване на краткосрочен паричен ресурс, при вече формиран синдикат на инвеститори. Участието във финансиране на проекта служи като гаранция за сериозността на намеренията на кредитополучателя във връзка със задачата за изпълнение на обоснован проект и наличие на определено ниво на кредитоспособност. Като правило проектните компании прибегват до използването на този банков продукт, когато са сигурни, че още в ранните етапи проектът ще генерира парични потоци, достатъчни за изплащане на заема в кратки срокове. Мостовото финансиране може да бъде осигурено и срещу краткосрочна облигационна емисия, но високата цена на кредитния ресурс (превишаваща лихвите по дългосрочни кредити), бързата процедура по одобрение (често извън нормите на традиционното кредитиране) и относително сигурната възвръщаемост разбираемо привличат пазарния интерес на банките чрез включването му в продуктовата им листа.

Условно, съобразно възможностите и ролята им, банките, участващи в проектно финансиране, могат да бъдат групирани по следния начин:

Банки организатори. Основната им роля е свързана с целенасочено мобилизиране на паричен ресурс. Заеманата от тях пазарна ниша може да се обясни с желанието на заинтересованите субекти (включително банки) да работят с утвърдени институции, които имат опит в многоаспектната дейност по конструиране на проектно финансиране. Същевременно лидерската позиция на тези банки е в основата на агресивното им поведение и стремежа да не отстъпват глобалното

пазарно преимущество, което са завоювали. Характерно за визираната финансова индустрия е високата степен на концентрация на банките организатори. Така например за 2018 г. едва 10 от водещите банки организатори на проектно финансиране, с реализираните 879 сделки на стойност 295,771 млрд. щ. долара, владеят 36,7% от пазара. Повече от десетилетие, с известни разминавания в класацията, относително неголям брой банки владеят пазарния сегмент на проектного финансиране (Табл. 1. и Табл. 2.).

С поддържането на специализирани отдели освен в ролята на организатори тези банки участват и пряко в проектного финансиране, като типичен инструмент, който използват, е синдикираният кредит. Банките аранжори влагат паричен ресурс само в най-капиталоемките и значимите проекти. Наличието на стратегически предпочитания, основани на състоянието на индустрията, регионалните характеристики и др., се обяснява и с факта, че организацията на използвания вид кредитиране е много специфична дейност – банките лидери поемат увеличени рискове, като същевременно получават приходи от транзакцията според инвестираните средства подобно на други участници във финансирането на проекта. Визираната група банки могат да предоставят и други видове заеми. Въпреки това, те рядко съчетават синдикираните с другите видове кредитни продукти.

Табл. 1. *Водещи банки, организатори на синдикирано кредитиране на глобалния пазар за проектно финансиране (2017 г.)*

Класация	Банки организатори	Млрд. USD	Пазарен дял (%)	Сделки (бр)
1	MUFJ	12, 181	5,3	130
2	State Bank of India	10, 388	4,5	22
3	SMBC	9, 106	4,0	107
4	BNP Paribas	6, 687	2,9	71
5	China Development Bank	6, 590	2,9	3
6	Credit Agricole	6, 165	2,7	71
7	ICBC	6, 116	2,7	35
8	Mizuho Financial Group	5, 734	2,5	48
9	ING	5, 695	2,5	78
10	Sosiete General	5, 608	2,4	71

Източник: Project Finance International League Tables, 2017

Табл. 2. *Водещи банки, организатори на синдикирано кредитиране на глобалния пазар за проектно финансиране (2018 г.)*

Класация	Банки организатори	Млрд. USD	Пазарен дял (%)	Сделки (бр)
1	MUFJ	18,984	6,4	143
2	SMBC	14,789	5,0	126
3	China Development Bank	13,029	4,4	8

4	Credit Agricole	9,997	3,4	98
5	ING	9,107	3,1	103
6	Sosiete General	9,101	3,1	90
7	Santander	8,968	3,0	117
8	Mizuho Financial Group	8,924	3,0	60
9	BNP Paribas	8,035	2,7	98
10	NATIXIS SA	7,670	2,6	67

Източник: Dealogic, Project Finance Rankings, 2018

Банки кредитори. Предвид спецификата на капиталовата структура, характерна за концепцията на проектното финансиране, тези банки поемат основната тежест по осигуряване на инвестиционните проекти със средства. С цел точност в интерпретацията на концепцията „проектно финансиране“ е важно да се направи разграничаване съобразно ролята на различните субекти в разглежданата група:

- банки, участващи пряко в проектното финансиране, чиито кредитни вземания се обезпечават изцяло от активите и генерираните парични потоци на проектната компания (участие с класическа схема на проектно финансиране);
- банки, чието участие е индиректно и е свързано с кредитиране на партньори и въввлечени субекти (квази-проектно финансиране).

Предлаганите услуги и използваният инструментариум са многообразни и зависят от спецификата на функционалната им въввлеченост.

Банки инвеститори. Макар и нехарактерно за конструкциите на проектното финансиране, банките могат да участват в инвестицията пряко – чрез вноски в уставния капитал, чрез кредитни улеснения, свързани с портфейлни инвестиции и пр. Прякото капиталово участие на банките в проектната компания им дава възможност да участват в управлението и да установят контрол върху целевото използване на средствата. Ролята им в проектното финансиране е комплексна и обхваща почти всички сфери на проектно управление. Изборът на инструменти за финансиране се определя както от желаната степен на контрол върху хода на проекта, така и от допустимото за банката ниво на риск.

Банки стратегии. Усилията им са насочени към създаване на благоприятни външнотърговски условия, подчинени на стратегическите цели на проекта. По правило това са финансово-кредитни институции (по-често наднационални), работещи предимно за създаване на условия за регионално или национално развитие.

Банки посредници и консултанти. Банките от тази група работят по поръчка на инициатора на проекта. На практика представляват сервизни центрове, чиято основна роля е да обслужват комплексно проектните компании. Това предопределя пълнотата на спектъра от предоставяните от тях услуги. Консултантските банки поемат дейностите, свързани с предоставянето на необходимата кредитна информация, оценката на показателите за надеждност на проекта, подготовката на пакетната документация, съпровождаща реализацията на проекта, съдействието при преговори с банки, фондове, лизингови компании и други институции относно тяхното участие в проекта, поръчителството. В ролята на инвестиционни брокери организират емисии на ценни книжа на проектната компания.

В обобщение можем да заключим, че ролята на банките за развитие на проектното финансиране не се предопределя само от спецификата на анализираната икономическа категория, често определяна като мултиинструментална форма за финансиране, специално създадена за реализа-

ция на проекта компания, при която бъдещите парични потоци, генерирани от проекта, са основен източник за обезпечаване на разчетите с кредитори. В същото време капиталоемкостта на проектно финансираните начинания и особеностите на капиталовата структура на проектните компании установяват ключовото значение на банките за системата на проектно финансиране.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проектното финансиране предполага множество форми за структурна реализация на инвестиционни начинания. Негова характерна особеност е привличането на значителен дял от капитала от външни източници: национални и чуждестранни, частни и публични, от кредитни организации, компании от нефинансовия сектор на икономиката и др. Инвестиционният цикъл с неговите особености в голяма степен се основава на компетенциите на банковия сектор и това на практика превръща проектното финансиране в комплексен банков продукт.

Същевременно участието на банките като основен субект в системата на проектното финансиране далеч надхвърля традиционната представа за дейността им в т.нар. корпоративно кредитиране. Предопределя се от внимателен, експертен контрол от страна на банките върху целевото използване на кредитния ресурс, защото проектното финансиране като форма на „финансов инженеринг“, основана на кредитиране, обезпечено само с паричните потоци, генерирани при реализация на проекта е в пряка зависимост от точността на прединвестиционната оценка, от управлението на операционните и проектни рискове между спонсори, кредитори и други въвлечени субекти.

Банките като функционален елемент на системата на проектно финансиране освен като кредитори и провайдъри влизат главно в ролята на партньори на инициаторите на проекта.

REFERENCES

1. **Esty, B. C. 2004.** *Modern Project Finance: A Casebook*, New Jersey: John Wiley & Sons.
2. **Fabozzi, F., Nevitt, P. 2000.** *Project Financing*, London: Euromoney Books.
3. **Finnerty, J. D. 2007.** *Project Financing. Asset-Based Financial Engineering*, New Jersey: John Wiley & Sons.
4. **Gatti, S. 2008.** *Project Finance in Theory and Practice*, Burlington Academic: Press.
5. **Maslenkova, O.F. 2010.** Contemporary practices and challenging issues of development of syndicated lending. *Kemerovskogo gosudarstvennogo universiteta*, no. 1, pp. 54–63. (In Russ.)
6. **Nikulina, O. V., Baklazhkova, K. V. 2016.** Bank project finance: a case study of financing investment activity of enterprises in different industries, *Perm University Herald. Economy*. № 4 (31). pp. 164–175 (In Russ.)
7. PFI. Project Finance International League Tables. *International Financing Review*, Thomson Reuters.
8. **Scannella, E. 2012.** Project Finance in the Energy Industry: New Debt-based Financing Models, *International Business Research Vol. 5, No. 2*, Published by Canadian Center of Science and Education, pp. 83–93.
9. **Standard, Poor's 2003.** *Project Finance Summary Debt Rating Criteria*. Standard & Poor's published.
10. **Standard, Poor's 2007.** *Updated Project Finance Summary Debt Rating Criteria*. Standard & Poor's published <https://www.dealogs.com/insights/>

За контакти:

Мария Врачовска, главен асистент, доктор
Служебен адрес: В. Търново 5000, ул. „Арх. Георги Козаров“ № 1,
ВТУ „Св. св. Кирил и Методий“, Стопански факултет,
катедра „Финанси и счетоводство“
Ел. поща: mvrachovska@ts.uni-vt.bg
