



**ФУНКЦИОНАЛНА РОЛЯ НА МЕЖДУНАРОДНИТЕ
ФИНАНСОВИ ИНСТИТУЦИИ
ЗА СТРУКТУРИРАНЕ НА ПРОЕКТНО ФИНАНСИРАНЕ –
ВЪЗМОЖНОСТИ И ОГРАНИЧЕНИЯ**

**FUNCTIONAL ROLE OF INTERNATIONAL FINANCIAL INSTITUTIONS
FOR STRUCTURING PROJECT FINANCING – OPPORTUNITIES
AND LIMITATIONS**

Мария Врачовска

Mariya Vrachovska

Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“

St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Tarnovo

Abstract: Increasing investment activity is one of the main tasks for most modern market macrosystems integrated into global economic relations. One of the most functional multi-instrumental forms of large investments in real assets is the technique of project financing. A characteristic feature of the structure of “transactions” for project financing is their supranational nature. The migration of capital, goods and services exacerbates economic asymmetries and adds to the usual project risks and political risk. This may negatively affect the processes of validation and development of project financing techniques in countries with underdeveloped markets.

The study aims to take into account significant manifestations of political risk, as well as to reveal the role of international financial institutions in increasing the security of foreign investors in project financing transactions. The subject of the article is the possibilities, tools and techniques for minimizing political risk, and the accompanying limitations.

Keywords: project financing, political risk, multilateral development bank, guarantee products, cofinancing operations

JEL: F21, O19

Въведение

Актуалността на въпроса, свързан с разширяване обема на инвестиционните проекти, които се характеризират с висока степен на социална и инфраструктурна значимост, неизменно присъства в политиките за диверсификация на икономиката и устойчив икономически ръст. На фона на световното и европейско ниво на развитие, страната ни е изправена пред необходимостта да избере и приложи стратегия за съсредоточаване усилията на обществото, държавата и реалния производствен сектор върху развитието на фундаментално нови мощности, конкурентни технологии и продукти, иновативно обновяване на морално и физически остарелия производствен потенциал. За повишаване активността в това направление може да се използва една от най-функционалните мултиинструментални форми за реализация на крупни инвестиции в реални активи – проектното финансиране. От една страна, характерните особености на проектното финансиране са причина техниката да се утвърди като един от най-разпространените инвестиционни подходи за финансиране и реализиране на едноцелеви и капиталоемки проекти в стратегически отрасли, вкл. в инфраструктура. От друга страна, се създават предпоставки към обичайните проектни рискове

да се насложи и политическия риск. Неговите детерминанти допълнително изострят негативното влияние върху предлагането, цената и изискуемата възвращаемост на международните капиталови потоци и обективизират необходимостта от познаване на възможните инструменти и техники за минимизирането му.

Обект на изследване са продуктовете решения, предлагани от международните финансови институции, които могат да се използват за ограничаване на политическите рискове в контекста на проектното финансиране. Предмет на изследване са техните специфики, предимства и ограничения. Целта на разработката е като се отчетат значимите проявления на политическия риск, да се изведат възможните решения за неговото управление, с оглед създаването на благоприятна среда за повишаване сигурността на инвеститорите, а от там – установяване и развитие на техниката за проектно финансиране у нас.

Изложение

Необходимите инвестиции за достигане на оптимално ниво в модерна и ефективна инфраструктура са огромни. До 2030 г. те се оценяват годишно на 5% от световния брутен вътрешен продукт – сума, която публичният сектор би било почти невъзможно да събере сам (WEF, 2015, р. 6). Като успешна практика за запълване на тази празнина от частния сектор в глобален мащаб се е наложила техниката за проектно финансиране. Основание за това са специфичните ѝ характеристики (Gatti, 2007, р. 2): инвестиционният проект е юридически и финансово изолиран в специално създадена за целта проектна компания; кредиторите нямат право (или са с ограничено право) да предявят иск извън собствеността на финансираните бизнес субект; покриването на оперативните разходи и разходите за обслужване на дълга е за сметка на паричните средства, генерирани от проектната компания; проектните рискове са справедливо разпределени чрез прехвърлянето им към договорните контрагенти, които най-добре могат да ги контролират и управляват.

Същевременно редица особености от практиката на проектното финансиране създават предпоставка към обичайните проектни рискове да се добавят и политическите. Обстоятелствата, изострящи предпазливостта на инвеститорите в сделките за проектно финансиране в тази посока, произтичат от следното:

- необходимостта от крупни по размер капитали, натрупаният опит от ключови чуждестранни аранжъори, процесите на либерализация и глобализация, миграцията на капитали и позиционирането на инвестиционните проекти в чужди за инициаторите държави оформят наднационалния характер на проектното финансиране.

- при финансовото структуриране на проектното финансиране по-голяма част от капиталовата обезпеченост (най-малко 70%) се осигурява от кредити на синдикирана основа от големи банки с различна национална принадлежност (Esty, & Sesia, 2010, р. 1).

- дълговите инструменти за проектно финансиране обикновено са структурирани с много по-дълги срокове на погасяване в сравнение с другите форми на финансиране (Kleimeier, & Megginson, 2000), а нерегресионният характер на кредитното финансиране поставя обслужването на дълга в пряка зависимост от приходите по проекта. Този дългосрочен времеви хоризонт обикновено превишава периода на политическите цикли.

Специфичните рискови фактори, които са в основата на политическата несигурност на инвеститорите, са свързани с възможността правителството:

- да отчужди обекти по проекта (чрез конфискация и национализация);
- да откаже неправомерно лицензи, необходими за изграждане или експлоатация на проекта, или да забави издаването им;
- да наруши своите договорни задължения към инвеститорите и да им откаже достъп до адекватен форум за разрешаване на договорни спорове;
- да наложи ограничения или да предприеме действия, отразяващи валутната конвертируемост;

- да въведе специфични за страната условия или промени в законодателството, които ще се отразят неблагоприятно върху дейността на проекта;

- да провокира със свои решения война или граждански размирици, пречещи на работата по проекта (Benoit, 1996, p. 13).

От значение за противодействието на политическия риск е разбирането за неговите граници. Традиционните форми на политически риск обхващат риска от експроприация, трансферния риск и риска от политически натиск (Kruja & Dragusha, 2016, p. 80). Рискът от експроприация се отнася до загуби, дължащи се на предприети или одобрени мерки от правителството домакин, които лишават инвеститора от собственост или контрол над инвестицията му. Трансферният риск е свързан с невъзможността за конвертиране на местна валута (капитал, лихви, печалби, приходи от продукция и други парични преводи) и прехвърлянето ѝ извън страната домакин¹. Рискът от политически натиск се отнася до загуби от щети или унищожаване на материални активи в резултат на политически мотивирани военни действия, граждански безредици или тероризъм в страната домакин. Хайнц и Клаймайър основателно разширяват границите на политическите рискове, които оказват влияние на структурата на заемите за проектно финансиране и към традиционния политически риск добавят регулаторните и квазитърговски политически рискове (Hainz, & Kleimeier, 2012, p. 290). Регулаторният риск обхваща рискове, произтичащи от непредвидени законодателни промени (фискални, монетарни, инвестиционни). Квазитърговският риск включва рисковете, които възникват при нарушаване на договорни задължения от страна на публични доставчици или клиенти (вкл. ембарго на износ и/или внос). След макроикономическата стабилност политическият риск се оценява като втори по значимост за инвестиционните решения, базирани в развиващи се икономики (MIGA, 2013, p. 18).

Очевидните решения, предлагани от частния застрахователен пазар и агенциите за експортно кредитиране, невинаги са достатъчни, за да се противодейства на разнообразните направления на политическия риск. Що се отнася до структурирането на дълга, решаваща роля за улесняване реализацията на инвестиционните сделки и цялостната жизнеспособност на проектните начинания играят Международните финансови институции (МФИ). Те са ключов участник в организационно-финансовата структура на проектното финансиране в развиващите се пазари по три причини (Gatti, 2007, p. 170):

- техният институционален мандат позволява поемане на финансови ангажименти дори в страни с висок политически риск;

- играят водеща роля в приватизационните политики;

- насърчават финансирането в частния сектор и частните инвестиции в инфраструктурния сектор.

Инструментите, предлагани от международните финансови институции, които имат способността да смекчат политическия (странови) риск, могат да бъдат разделени в две категории: гаранционни и капиталови. Гаранционните позволяват на кредиторите или инвеститорите по проекта да предявят искане и да бъдат обезщетени в случай на загуби от политически риск. Капиталовите имат за цел да насърчат участието на частния сектор чрез операции за съфинансиране, като създават протекционистичен и имиджов ефект. Структурата на кредитния синдикат в сделките за проектно финансиране се повлиява от участието на МФИ, защото като кредитори от последна инстанция те възпират стратегическите неизпълнения и помагат за разрешаването на сложни правни въпроси (Esty & Megginson, 2003, p. 13). Капиталовите инвестиции не осигуряват обезщетения на загуби в резултат на политически рискове, но позволяват на кредитори и инвеститори да се възползват от статута на предпочитан кредитор на МФИ във финансовите им взаимоотношения с правителствата. В случай на валутна криза кредитните институции получават приоритетен достъп до чуждестранна валута, изключени са от общите разсрочвания на дълга и не

¹ Експортните проекти се финансират във валута, различна от местната, но приходите от тях най-често са деноминирани в местна валута. Евентуалните колебания във валутния курс на местната валута увеличават разходите за обслужване на дълга.

са задължени да заделят провизии за поемане на вероятни загуби, произтичащи от политическия (страновия) риск на експозициите им.

Способността на наднационалните финансови институции да оказват влияние върху решенията на правителството и да възпират неблагоприятни събития, които биха повлияли негативно върху проектните резултати, е емпирично тествана в изследване на Хайнц и Клеймайър. Техните резултати ясно показват, че с увеличаване на политическия риск се увеличава както вероятността за използване на техниката на проектно финансиране, така и участието на банки за развитие в кредитните синдикати (Hainz & Kleimeier, 2012).

Условията и архитектурата на възможните продуктовете форми, обезпечаващи протекционистичен и стимулиращ ефект за частните инвеститори, се различават в зависимост от предлагащата ги институция, но следват обща логика. Обект на по-нататъшно изследване е портфолиото на институциите от групата на Световната банка и Европейската банка за възстановяване и развитие (ЕБВР) като най-релевантни за страната ни. Най-общо предлаганите **капиталови инструменти** са под формата на А/Б заеми, заеми на принципа „пари пасу“ и директни капиталови инвестиции.

А/Б заемите са форма за кредитно съфинансиране. Заемът А е размерът на финансирането, осигурено от МФИ, докато Б заемът/заемите се предоставят от кредитори от частния сектор – обикновено търговски банки и по-рядко от институционални инвеститори. Регистрираният кредитор за целия заем (заем А и заеми Б) е МФИ. Ако сумата, платена от кредитополучателя, е по-малка от изискваното плащане за обслужване на дълга по отношение на целия заем, действително получената сума се разпределя пропорционално между кредиторите по заем А и заем Б. С други думи, не е възможно кредитополучателят да изплаща дългът по заем А, като същевременно е в неизпълнение по отношение на Б заемите. А/Б заемите са основният инструмент за капитализиране статута на предпочитан кредитор на МФИ. В допълнение рейтинговите агенции разглеждат А/Б заемите като функционален еквивалент на застраховката за политически риск, покриваща валутната конвертируемост².

Заемите на принципа „пари пасу“ се организират паралелно, но кредиторите (МФИ и частните кредитори) подписват споразумение, съгласно което плащанията за обслужване на дълга се разпределят на пропорционална основа. Така се създава ефект, идентичен с този при А/Б заемите.

Дяловите инвестиции не са честа практика и когато се правят, са в значително по-малък размер от предоставяните кредитни капитали. Дяловите инвестиции не се разглеждат от рейтинговите агенции като функционален еквивалент на покритието за трансфер и конвертируемост. Протекционистичният ефект на инвестициите в собствен капитал е значително по-малък от този на А/Б и пари пасу заемите, но се отчита като положителен фактор при оценката на кредиторите за силата на даден проект.

МБВР предлага и двете форми на кредитна подкрепа с тази особеност, че единственият начин, по който отпуска А/Б заеми за проекти в частния сектор е като използва посредничеството на приемащото правителство (Фиг. 1).

² Обикновено рейтингът на проектния дълг в чуждестранна валута е ограничен от рейтинга на дълга в чуждестранна валута на приемащото правителство (суверенния таван). Участието на МФИ в структурата на заема А/Б позволява рейтингът на дълга на проекта да надхвърли рейтинга на дълга в чуждестранна валута на приемащото правителство, без да е необходимо да се закупува застраховка за политически риск.



⁴ Втората основна група гаранционни продукти на Световната банка са т.н. „гаранции базирани на политики“. Те са съобразени с конкретни транзакции по заем на правителството за посрещане на фискални нужди и са извън предмета на настоящата разработка.

известна преди като частична гаранция за риск⁵); (3) за проекти, които комбинират двата предходни типа на покритие.

Гаранциите по заеми за проекти в публичния сектор покриват риска от неизпълнение на плащането на дълга от кредитополучател от публичния сектор към частен кредитор, независимо от причината за неизпълнението на дълга.

Гаранциите по заеми за проекти от частния сектор осигуряват защита на заемодателите от частния сектор (търговски заеми, облигации за финансиране на проекти, заеми на акционери) срещу неизпълнение на задължението по дълга от проектната компания (частна собственост). Гаранцията покрива рискове, породени от действия на правителството домакин или от неизпълнение на конкретни договорни задължения на предприятие, контролирано от държавата.

Гаранциите по заеми за публично-частни проекти са проектирани срещу неизпълнение на задълженият по обслужването на дълга от заемоуполучатели от публичния сектор. Тези гаранции могат да се използват в подкрепа на търговските заеми, отпуснати на правителството за финансиране на компоненти за публично финансиране на трансакции за публично-частни проекти.

Гаранционното покритие по заеми може да бъде структурирано гъвкаво и да включва рискове като неконвертируемост на валута или непрехвърляемост; вътрешни политически рискове от форсмажорни обстоятелства като експроприация, война и граждански безредици или съществени неблагоприятни действия на правителството; неизпълнение на договорни плащания от страна на приемащото правителство; регулаторен риск; както и други специфични рискове, които правителството поема в конкретен проект.

Гаранциите за плащане са предназначени да защитят проектната компания (частен субект или чуждестранно публично дружество) от неизпълнение на публични плащания, които не са свързани със заеми (напр. повтарящи се плащания по договор за покупка на електроенергия, плащания за предсрочно прекратяване по договор за концесия, компенсации за договорно неизпълнение и др.). Гаранциите за плащане могат да бъдат структурирани в две форми – гаранция за директни плащания и акредитив, потвърден от Световната банка. *Гаранцията за директно плащане* дава право на бенефициента по нея да изисква плащане директно от Световната банка в случай на платежно неизпълнение по проектен договор, причинено от правителството или контролиран от правителството субект. *Акредитивите, гарантирани от Световната банка*, се издават от търговска банка в полза на проектна компания по искане на правителство или контролиран от него субект за плащанията, които се изискват от последните по договор или закон. В случай че теглене по акредитива не бъде погасено, акредитивната банка се възползва от гаранцията за плащане на Световната банка.

Световната банка е в състояние да предложи за една и съща трансакция едновременно и гаранция за заем, и гаранция за плащане. Съществена особеност и в известна степен ограничение е, че както при капиталовите, така и при гаранционните продукти на Световната банка, крайната отговорност по гаранцията е задължение на правителството.

Предлаганите от Международната финансова корпорация (МФК) механизми за кредитно подобрене на дългови инструменти (облигации и заеми), емитирани от частния сектор, са представени в два вида гаранционни продукти – *частични кредитни гаранции* и *пълни кредитни гаранции*. Гаранцията на МФК, независимо дали е пълна или частична, покрива риска на кредиторите, независимо от причината за неизпълнение. Частичните кредитни гаранции на МФК покриват плащането на част от дълга (до предварително определена сума) и могат да бъдат деноминирани в местна валута (за вътрешни трансакции) или в чуждестранна валута (за трансгранични трансакции). В допълнение МФК предлага и продукт за управление на кредитен портфейл, т.н. механизъм.

⁵ За да се изгради гъвкавост, Световната банка се отдалечи от номенклатурата на „частична кредитна гаранция“ и „частична гаранция за риск“ и вместо тях вече използва общия термин „гаранция“. Разликата между „гаранция за частичен риск“ и „частична гаранция за кредит“ е видът на събитие, което дава основание за иск. Частичната гаранция за риск покрива цялото или част от задължение, по което е спряло изплащане. Тя се задейства от конкретно събитие, породено от публичен акт (политически риск). Частична кредитна гаранция може да бъде поискана независимо от събитието, което е причинило неизпълнението на заема.

зъм за споделяне на риска. Насочен е към кредитори, които са концентрирали кредитни експозиции в определени специфични сектори, които МФК определя като приоритетни (напр. проекти за енергийна ефективност). Посредством продукта МФК споделя кредитния риск от целевия кредитен портфейл. Ако загубите по гарантирания кредитен портфейл надхвърлят определен процент, МФК възстановява на кредитора предвидената част от всички допълнителни понесени загуби.

Агенцията за многостранно гарантиране на инвестициите (АМГИ) подкрепя трансграничните инвестиции, в частност чуждестранни инвеститори от частния и публичния сектор. При изключителни обстоятелства, по съвместно заявление на инвеститора и приемащата страна, MIGA може да предложи покритие на местни инвеститори, при условие че инвестираните активи се прехвърлят извън приемащата страна. Между гаранционните продукти на МБВР/МАР и АМГИ има редица разлики. Гаранциите на Световната банка изискват контрагаранция от страна на приемащото правителство, създавайки пряка договорна връзка със страната домакин, свързана с проекта, докато АМГИ не изисква одобрение от приемащата страна преди издаване на гаранция. АМГИ може да презастрахова, докато Световната банка не продава своите гаранции. Гаранциите на МБВР/МАР покриват дългови инструменти, докато АМГИ покрива и вложения в собствен капитал. По отношение на формите и видовете покрити рискове, MIGA осигурява защита срещу четири конкретни направления на политически риск, описани в нейната конвенция. Това са рисковете от: (1) валутна неконвертируемост и ограничения за трансфер; (2) експроприация; (3) война и граждански безредици; (4) договорно неизпълнение. АМГИ предоставя застраховка за политически риск, покриваща до 95% от дълговите инвестиции и до 90% от инвестициите в собствен капитал, като осигурява защита за период до 15 години.

ЕБВР не определя конкретни гаранционни продукти и инструменти (като структурите „частична гаранция за риск“ и „частична кредитна гаранция“) за инфраструктурни проекти. Политиката на банката към гаранциите е отворена и позволява създаването на широк набор от инструменти, които се разглеждат за одобрение при всеки отделен случай. Покритието може да варира от гаранции за всички рискове до частичен специфичен риск. Банката покрива кредиторите срещу неизпълнение, независимо от причината.

Заклучение

Постигането на точния баланс между нуждата на инвеститорите от регулаторна стабилност и свободата на правителствата да коригират регулаторните си политики в съответствие с националните приоритети е предизвикателство, от решението на което зависи сигурността и мотивацията на частните капиталовложители. Индикаторите за политически риск на приемащата страна могат да повлияят негативно както върху решението за влагане на капитали, така и върху цялостната финансова жизнеспособност на инвестиционни проекти с транснационално участие. Това, в контекста на проектно финансиране, означава, че дори при достатъчна норма на възвращаемост и финансова ефективност на инвестицията всяко прекъсване или ограничение на оперативните процеси и/или достъпността на средствата, генерирани от проекта, може да изправи проектната компания пред невъзможност да изпълни задълженията си към кредиторите. Като следствие се засилва предпазливостта на инвеститорите към политическия риск в широките граници на неговите проявления и се ограничават възможностите за мобилизиране на частните капиталовложения в инфраструктурни, стратегически отрасли с обществено значение.

Независимо от това, че конструкцията на инвестициите по метода на проектно финансиране позволява проектните рискове да бъдат разпределени на широко ниво между правителства, фирми и дори потребители, ролята на международните финансови институции при структуриране на сделките е от ключово значение. Статутът, специализираният опит, разнообразното продуктово портфолио и гъвкавостта на МФИ позволяват на кредитополучателя да постигне по-ниска обща цена на преотстъпените му средства, а на инвеститорите да увеличат толерантността си към политическия риск, допълнително да обезпечат очакваната възвращаемост и да мобилизират финансирането, необходимо за обезпечаване на устойчив и приобщаващ растеж.

REFERENCES:

1. **Benoit, P. 1996:** Project Finance at the World Bank: An Overview of Policies and Instruments. World Bank Technical Paper No. 312, World Bank, p. 13
2. **Esty, B. C., Megginson W. L. 2003:** Creditor rights, enforcement, and debt ownership structure: evidence from the global syndicated loan market. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp. 37–60
3. **Esty B., Sesia C. A. 2010:** An overview of project finance and infrastructure finance – 2009 update. Background Note 210–061, Harvard Business School
4. **Gatti, S. 2007,** Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects, Academic Press
5. **Hainz C., Kleimeier S. 2012:** Political risk, project finance, and the participation of development banks in syndicated lending. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 21, Issue 2, pp. 287–314
6. **Kleimeier, S., Megginson W.L. 2000:** Are project finance loans different from other syndicated credits? *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13 No. 1, pp. 75–87
7. **Kruja A., Dragusha B. 2016:** The Impact of Political Risk on Foreign Direct Investment. *LIRIA International Review*, pp.73–92
8. **MIGA, 2013:** World Investment and Political Risk: World Investment Trends and Corporate Perspectives. The Political Risk Insurance Industry. Breach of Contract. WIPR Report, Multilateral Investment Guarantee Fund
9. **WEF 2015:** Mitigation of political & regulatory risk in infrastructure projects introduction and landscape of risk”. World Economic Forum.
<https://www.worldbank.org/en/who-we-are/ibrd>
<https://ida.worldbank.org/en/ida>
<https://www.ifc.org/>
<https://www.ebrd.com/>
<https://www.miga.org/products>

За контакти:

Мария Врачовска, главен асистент доктор

Служебен адрес: гр. В. Търново, ул. „Арх. Г. Козаров“ №1,
ВТУ „Св. св. Кирил и Методий“, Стопански факултет,
катедра „Финанси и счетоводство“
Ел. поща: mvrachovska@ts.uni-vt.bg
