



Таблица 1

**Активность населения на региональных рынках  
(в таблице приводятся регионы, в сумме обеспечивающие производство 80% ВВП России)**

 – отрицательные тенденции  
 – положительные тенденции

Регионы:	Общая потреби- тельская актив- ность	Активность на рынке недви- жимости	Активность на рынке авто- транспорта	Активность в поиске работы	Готовность к трудовой миграции	Активность на рынке креди- тования
Архангельская обл.						
Башкирия						
Белгородская обл.						
Волгоградская обл.						
Воронежская обл.						
Иркутская обл.						
Кемеровская обл.						
Краснодарский край						
Красноярский край						
Ленинградская обл.						
Москва					н./д.	
Московская обл.						
Нижегородская обл.						
Новосибирская обл.						
Омская обл.						
Оренбургская обл.						
Пермский край						
Приморский край						
Республика Коми						
Ростовская обл.						
Самарская обл.						
Санкт-Петербург						
Саратовская обл.						
Сахалинская обл.						
Свердловская обл.						
Ставропольский край						
Татарстан						
Тюменская обл.						
Хабаровский край						
Челябинская обл.						
Якутия						

вседневных покупок в июне 2013 г. снизился по сравнению с маем т.г. на 5,5%, когда он также снижался по сравнению с апрелем – на 4,5%. По сравнению с мартом 2013 г. июньские расходы домохозяйств на потребление сократились на 13%<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Исследовательский холдинг «Ромир». Исследования. [http://romir.ru/studies/482\\_1373313600/](http://romir.ru/studies/482_1373313600/)

С другой стороны, надо отметить, что активность населения на рынке труда также снижается. Это свидетельствует о том, что российские компании пока воздерживаются от увольнения персонала. Так что безработица в стране стабилизировалась на низком уровне. Вместе с безработицей упала и готовность

населения к трудовой миграции (рис. 2).

Наиболее благополучными с точки зрения потребительской активности населения сегодня являются Москва и область, Санкт-Петербург, Новосибирская область, Ставропольский и Хабаровский края (табл. 1).

# Лизинг в проектном финансировании

**В.Д. Газман**, профессор НИУ «Высшая школа экономики»

**В**мировой практике проектного финансирования лизинг признан эффективным и действенным финансовым инструментом. В России такой опыт только начал формироваться, что свидетельствует о его инновационной привлекательности. Поэтому представляет и теоретический, и практический интерес рассмотрение особенностей использования и конкурентных преимуществ лизинга в проектном финансировании, условий его применения, ценообразования, возникающих рисков и путей их минимизации, установления мотивированной взаимосвязи между участниками проектного финансирования при использовании лизинга.

## Проектное финансирование в системе кредитования

Инновационность применения лизинга в проектном финансировании в России обусловлена тем, что предметом его применения могут стать крупные, сложные и дорогостоящие объекты, такие как электростанции, химические комбинаты, шахты, транспортная инфраструктура, телекоммуникационная, природоохранная инфраструктура и т.п. В ряде стран использование лизинга для этих целей – вполне реальная ситуация. Ожидается, что в ближайшее время и в России это станет обычаем делового оборота. Вот почему необходимо выяснить суть складывающихся при этом хозяйственных отношений.

Проектное финансирование в соответствии с международным стандартом «Базель-II» является подклассом специализированного кредитования и методом финансирования, при котором кредитор рассматривает в первую очередь доходы, приносимые одним и тем же проектом как в плане источника погашения, так и в плане обеспечения риска. В таких операциях оплата кредитором производится исключительно или почти исключительно из доходов, приносимых контрактами на продукцию, производимую данными объектами.

Заемщик при проектном финансировании не может выполнять иные функции, кроме строительства, владения и эксплуатации объекта. Для реализации проекта учреждается новая самостоятельная

компания, которая заключает сложную серию договоров, распределяет риски между подрядчиками, распределительным управляющим, поставщиками и потребителями. При этом долг поддерживают не только активы проекта, но и различные контракты и гарантии потребителей, поставщиков, местных властей, самого собственника (собственников) проекта. Каждый договор проектного финансирования имеет свои собственные уникальные характеристики. Чаще проектное финансирование применяется для нового проекта, чем для уже созданного бизнеса. Основными гарантиями для заимодавцев являются контракты проектной компании, лицензии или права собственности на пользование природными ресурсами.

Кроме того, проектное финансирование может использоваться для нового капитального строительства или рефинансирования существующих объектов с улучшениями или без таковых. В этих операциях оплата кредитором производится исключительно или почти исключительно из доходов, приносимых контрактами на продукцию, производимую данными объектами, например электричество, продаваемое электростанцией.

Согласно традиционной модели источником возврата кредита полностью становятся денежные средства, генерируемые проектом, но в ряде случаев реализация проекта может происходить не только в рамках специально созданного предприятия (ССП), но и в условиях действующего бизнеса. В последнем случае заемщик объединяет прибыль, поступающую от проекта и от других видов деятельности, для урегулирования кредитного долга.

Вместе с тем нецелесообразно суть проектного финансирования сводить только к многоинструментальной форме финансирования специально созданной для реализации проекта компании, при которой будущие денежные потоки проекта являются основным обеспечением возврата заемных средств и выплаты доходов инвесторов. Для проектов с высокой долей постоянных затрат в структуре себестоимости или значительной волатильностью цен на сырье и

готовую продукцию доля собственного участия может быть заметно выше 40–50%. Это происходит либо за счет действующего производства, либо за счет вклада участников, то есть других действующих производств, формирующих денежные потоки и, соответственно, отвечающих активами по рискам данного проекта.

Считается, что иногда грань между инвестиционным кредитованием и проектным финансированием действующей компании достаточно зыбкая, поэтому банки стараются минимизировать риски своего участия в проекте путем взятия поручительств компаний, которые могут погасить за заемщика (или совместно с заемщиком) задолженность по кредиту, застраховаться ликвидными залогами заемщика и третьих лиц помимо залога активов, приобретаемых в рамках проекта.

Анализ условий, по которым клиентам крупных банков предоставляется проектное финансирование, выявил несколько особенностей:

- отсутствие четких критериев отнесения тех или иных сделок к проектному финансированию;
- отсутствие обязательности требования банков создавать в рамках проекта ССП;
- наличие в качестве одного из главных критериев доли собственного участия клиента (не менее 30% от стоимости проекта) или залога активов (оцененных с дисконтом), удовлетворяющих банк по стоимости и ликвидности а также поручительства третьих лиц.

Не всегда заем для финансирования проекта обеспечивается самим проектом. В качестве обеспечения могут рассматриваться активы спонсоров. Это означает, что на этапе привлечения необходимого финансирования имущество компании-заемщика уже частично сформировано. В таком случае заемщик объединяет поступающие доходы от проекта и от других видов хозяйственной деятельности для погашения задолженности.

Следовательно, целью проектного финансирования является создание нового производства, состоящего из имущественного комплекса, включая движимое и недвижимое имущество, или глубокая модернизация действующего производства с аналогичными характеристиками, которая предполагает, что действующее производство существенно увеличится (по стоимости, производительности и т.п.), то есть масштаб проекта сопоставим с масштабами текущего бизнеса инициатора или превышает его. Участие в проекте ССП является важным, но не определяющим фактором. Наличие ССП обусловлено целесообразностью минимизации рисков как инициаторов проекта, так и инвесторов.

Подобная схема позволяет ограничить проект от возможных претензий по обязательствам действующего хозяйственного субъекта.

Таким образом, проектное финансирование для банка – это форма финансирования инвестиционного проекта в виде предоставления долгосрочного кредита наиболее часто специально созданной проектной компании, когда единственным или основным источником погашения основного долга по кредиту являются денежные потоки, которые будут сгенерированы самим проектом в будущем или после успешного завершения инвестиционной фазы проекта, или после успешного выхода на рынок. При этом обеспечением по кредиту будет являться имущество, приобретенное (созданное) в рамках данного проекта, а в отдельных случаях, например при банкротстве, имущество третьих лиц, которые выступают в качестве спонсоров (поручителей).

## Ценообразование лизинга в проектном финансировании

Теория и практика лизингового бизнеса свидетельствуют о разнообразии методов ценообразования на предоставляемые лизингодателем услуги. Например, на основе: заданного уровня доходности; ресурсосбережения; ценности лизингового продукта; целевой направленности; услугоемкости. Обобщение опыта применения методов ценообразования позволяет выявить особенности и различия, простоту и сложность учитываемых факторов, определенную поэлементную взаимосвязь и взаимообусловленность, согласование интересов договаривающихся сторон, комплексность лизинговой сделки.

В модели ценообразования лизинга в проектном финансировании цена определяется нами на основе метода, учитывающего все расходы и доходы лизингодателя, которые в дальнейшем становятся расходами для лизингополучателя:

$$PL_{PF} = (PC + L_{PF} + AS + I + PT) * VAT, \quad (1)$$

где

- $PL_{PF}$  – цена лизинга в проектном финансировании;
- $PC$  – первоначальная стоимость имущества, передаваемого в лизинг;
- $L_{PF}$  – лизинговый процент, который рассчитывается как сумма стоимости заимствований для финансирования лизинга в проекте ( $CB_{PF}$ ) и маржа лизинговой компании ( $M_L$ );
- $AS$  – дополнительные услуги;
- $I$  – страхование;
- $PT$  – налог на имущество;
- $VAT$  – коэффициент, характеризующий НДС.

Расчет лизинговых платежей при проектном финансировании целесообразно осуществлять на основе метода аннуитета, а не путем начисления процентов на остаток задолженности лизингополучателя (ССП). Это обусловлено тем, что при аннуитете учитываются: равномерность платежей, что очень важно для СПП, которая чаще не имеет иной деятельности, обеспечивающей погашение повышенных затрат на стадии освоения новой техники; временная стоимость денег; основные параметры договора.

Соотнесение  $PL_{PF}$  с РС с учетом срочности договоров позволяет определить по проекту среднегодовое удорожание лизинга по сравнению с первоначальной стоимостью имущества и ставку лизингового процента.

### Статистика проектного финансирования

Такие страны, как США, Великобритания, Франция, Германия, поддерживают высокий уровень применения проектного финансирования инфраструктуры, энергетики, транспорта, строительства. Однако некоторая насыщенность в инвестициях привела к тому, что темпы роста в этих странах несколько замедлились. В свою очередь, другие страны с меньшим уровнем насыщения в реализации сложных проектов стали ускорять темпы и увеличивать объемные показатели. Так, по данным Thomson Reuters, в течение 2011–2012 гг. суммарные двухлетние новые объемы мирового рынка проектного финансирования составили 418,77 млрд. дол., в том числе: в Индии – 68,56; в Австралии – 67,00; в США – 37,12; в Великобритании – 25,67; во Франции – 20,59; в России – 16,40; в Сингапуре – 14,15; в Бразилии – 11,78; в Северной Корее – 10,63; в Италии – 10,53; в Канаде – 8,96; в Германии – 8,79.

Статистика свидетельствует о потребности многих стран в ускоренном развитии. Поэтому они активно развивают проектное финансирование, в том числе с помощью лизинга. Удельный вес стран БРИКС в общемировых показателях существенный, т.к. превысил 23%. Вполне вероятно, что относительно не столь высокие объемы проектного финансирования в США, Великобритании, Франции, Германии во многом обусловлены тем, что в этих странах инфраструктура, энергетика, транспорт, строительство уже находятся на значительном уровне развития, и реализация новых грандиозных проектов – дело ближайших лет.

Несмотря на наличие проблем, объемы проектного финансирования в России по сравнению с другими странами вполне достойные, но, конечно, недостаточные. Доля нашей страны в мире составляет 3,9%, а в Европе – 13,9%.

### Концепция применения лизинга в проектном финансировании

Состав участников лизинговых правоотношений в проекте зависит от сложности проекта, механизма его структурирования, системы формирования договорных отношений. Наиболее часто субъектами проектного финансирования выступают: инициаторы проекта; спонсоры проекта; кредиторы проекта; СПП – заемщик проекта; поставщики, подрядчики; управляющие проектом; стейкхолдеры (другие участники) проекта.

Лизингополучателем в рамках проекта является СПП (но только не в случае, когда в качестве СПП выступает лизингодатель). Эта компания может передать имущество в сублизинг. Проектное финансирование для лизинговой компании как для арендодателя представляет собой процесс, включающий длительную инвестиционную стадию по приобретению, созданию, доставке и доведению до состояния пригодного для использования имущества, и передачу этого имущества лизингополучателю во временное владение и пользование; при этом основным способом обслуживания долговых обязательств и источником погашения задолженности становятся будущие поступления от доходов проекта в виде лизинговых платежей, а на участников сделки распространяются законодательно установленные льготы и преференции.

Основные особенности этого определения заключаются в следующем:

- проектное финансирование имеет длительную инвестиционную фазу. Так, ее продолжительность по 18 рассмотренным лизинговым проектам на общую сумму в 72227 млн. руб. составила 20 месяцев. Анализ показал, что теснота связи между сроком договоров и продолжительностью периода grace (период, в течение которого не производится погашение основной суммы задолженности) не велика, т.к. коэффициент корреляции составляет 0,30055; между стоимостью новых договоров и их сроком она совсем невелика – 0,081404, а вот по соотношению стоимости и периода grace более чем значительная – 0,776022;
- собственником имущества на протяжении всего срока договора лизинга является лизингодатель. Если это имущество ликвидно, то оно служит обеспечением для кредитора при проектном финансировании. Только в конце срока договора, т.е. через 7–10 и более лет, лизингополучатель сможет его выкупить;

- участие в проектном финансировании лизингодателя позволяет получить определенные налоговые преимущества для проекта;
- лизингодатель принимает на себя риски, связанные с пригодностью этого имущества для его эксплуатации лизингополучателем;
- лизингодатель использует собственные или заемные средства для финансирования инвестиционного проекта и тем самым принимает на себя риски, связанные с успешной реализацией проекта.

Следовательно, в рамках проектного финансирования с применением лизинга формируется система взаимосвязанных и взаимообусловленных отношений между участниками проекта с использованием механизма их экономического стимулирования.

Лизинг в проектном финансировании может применяться по-разному. Существует несколько вариантов его использования. Один вариант предполагает, что лизинг задействован как механизм, обеспечивающий поставку необходимого для реализации инвестиционного проекта оборудования, удельный вес стоимости которого в общем объеме проекта незначительна, и при этом поставка оборудования не требует инвестиционной фазы. Здесь возможны схемы установления договорных отношений между лизингодателем и лизингополучателем (ССП). Для взаимодействия сторон может использоваться финансовый лизинг, оперативный лизинг или возвратный лизинг.

Другой вариант предусматривает, что проектное финансирование полностью или во многом осуществляется за счет реализации крупного самостоятельного лизингового проекта. Подобная бизнес-модель практически не может быть реализована в режиме оперативного лизинга, поскольку при оперативном лизинге имущество в конце срока договора должно быть возвращено собственнику, т.е. лизинговой компании. Такой сценарий маловероятен для проектного финансирования. Для этой бизнес-модели использовать механизм оперативного лизинга крайне сложно. Это обусловлено прежде всего тем, что, во-первых, сроки оперативного лизинга, как правило, короткие. Если же срок договора совместить со сроком полезного использования имущества, что теоретически допустимо, то при завершении сделки оперативного лизинга имущество должно быть обязательно возвращено собственнику. Следовательно, придется это имущество демонтировать и затем транспортировать в адрес лизингодателя. Однако в сложном инвестиционном проекте имущество, скорее всего, не подлежит демонтажу. Полагаю, что будет целесообразно применить здесь финансовый

лизинг, леверидж-лизинг, а в некоторых случаях – возвратный лизинг. Использование этой модели зачастую строится как сложно структурированный финансовый продукт. Здесь возможно использовать и синдицированное кредитование, и секьюритизацию лизинговых активов, и другие инструменты. Причем в таких случаях проект имеет длительную инвестиционную фазу, которая может продолжаться 20–30 месяцев, и включает ряд этапов, например, изыскательские работы; строительство объекта; сложную логистику доставки; возможно, получение лицензии на право пользования имуществом; проведение монтажных, пуско-наладочных и испытательных работ и т.п.

### **Преимущества лизинга в проектном финансировании**

Использование лизинга в проектном финансировании позволяет:

- участникам проекта применять налоговые льготы и преференции и осуществлять экономию по налогу на имущество; налогу на прибыль; таможенным платежам; региональным и местным налогам. В результате, становится возможным достижение примерно 15% экономии в зависимости от конкретики проектов по сравнению с иными схемами их финансирования, например кредитом или международным торговым финансированием с участием агентств по страхованию финансовых рисков экспортно-импортных операций (ЭКА);
- лизингодателю – собственнику ряда активов, используемых в проекте, иметь определенное обеспечение в виде самого имущества, которое передается в лизинг, и тем самым упрощается процедура привлечения необходимого финансирования в проект и сокращается его стоимость;
- лизингополучателю – договориться с лизингодателем не только о предоставлении имущества во временное владение и пользование, но и получить необходимые дополнительные услуги на различных этапах реализации проекта, так как лизинг для пользователя ценен не только налоговыми льготами, но и своей услугобильностью;
- банкам, кредитующим проект, при использовании схемы лизинга разделить финансовые риски с лизингодателем;
- продавцам имущества, которое становится предметом лизинга в проекте, получить стабильные и долгосрочные заказы, расширить свою товаропроводящую сеть и объемы продаж;

— страховщикам увеличить объемы своего бизнеса за счет возможности страховать различные виды рисков по проекту, включая страхование лизингового имущества (по существу, как обязательное страхование, т.к. лизингодатели обязательно застрахуют свою собственность на срок договора лизинга) и тем самым диверсифицировать собственные риски.

## **Риски проектного финансирования с использованием лизинга**

Лизингодатель в проекте может выполнять несколько функций: кредитора, предоставляя принадлежащее ему имущество во временное владение и пользование лизингополучателю; акционера. При определенных обстоятельствах эти функции могут дополнять друг друга и формировать синергетический эффект, а в ряде случаев, наоборот, вступать в противоречие, которое потребует преодоления.

Лизингодатели и разработчики проектов стараются использовать разнообразные способы и инструменты страхования рисков. Например, осуществлять использование механизма страхования финансовых рисков; приобретения имущественных прав по проекту (например, лицензий на добычу полезных ископаемых); получение неустойки; предоставление поручительства; формирование залогов.

Анализ показал, что все чаще рекомендуемым вариантом в страховании рисков является использование механизма реальных опционов. Считается, что этот метод позволяет учесть возможность гибкого реагирования на изменяющиеся условия реализации проекта. Действительно, лизингодатели могут применить, к примеру, использование реальных опционов на право участия в капитале проекта. Эти механизмы могут противодействовать основным источникам неопределенности по проекту.

В случае если на каком-то этапе управляющие проектом переоценят вероятность достижения поставленных проектом целей и примут решение о закрытии проекта или его временной приостановке, то может использоваться опцион на выход из проекта или опцион на приостановку или отсрочку развития проекта.

Некоторые авторы считают, что при использовании опциона на выход из проекта нужно пожертвовать расходами по лизингу. Так, в Standard & Poor's полагают, что для реализации рискованного проекта гораздо эффективнее взять необходимое оборудование в лизинг с возможностью разорвать контракт и выплатить неустойку, которая и станет ценой опциона

на отказ от реализации проекта. Это соображение далеко не бесспорное. Следует вспомнить, что один из методов оценки стоимости реальных опционов (модель Блэка-Шоулза) имеет ряд ограничений: оцениваемый актив должен быть ликвидным; изменчивость цены актива остается одинаковой. В ряде проектов предметом лизинга может стать оборудование, которое устанавливается сразу на весь срок его полезного использования, то есть это имущество невозможно демонтировать, а в ряде случаев, даже по истечении срока проекта. Такая ситуация возможна, к примеру, с турбинами для электростанций, элементами буровых установок и т.п. Для данных видов имущества и для уникального оборудования при неисполнительности лизингополучателя исключается возможность применять в качестве страховочного механизм обратный выкуп имущества продавцом. Лизингодатель как кредитор должен иметь гарантии, что ему будут возмещены возникшие потери, связанные с неликвидностью лизингового имущества. В случае невыполнения лизингополучателем своих обязательств по договору лизинга, лизингодатель имеет право начать процедуру изъятия имущества у неисполнительного клиента, но этим правом не всегда может воспользоваться. В таких случаях возможно возникновение дополнительных рисков, которые не всегда проявляются при традиционной схеме лизинга.

Таким образом, предложение при приостановке проекта вернуть имущество лизинговой компании и уплатить неустойку возможно только в том случае, если лизинговое имущество является ликвидным, и сумма дохода при его реализации и полученная неустойка не приведут к отрицательным результатам деятельности лизингодателя (с учетом погашения задолженности перед кредитором). При этом ликвидное имущество должно предоставляться на условиях договора оперативного лизинга или на условиях финансового лизинга, но тогда в договоре должна быть зафиксирована возможность возврата имущества собственнику.

Конечно, многое еще зависит и от удельного веса стоимости лизингового оборудования в стоимости проекта. Наиболее приемлемым для использования реальных опционов в проекте с лизинговым участием является высокая эффективность проекта и привлечение в проект высоколиквидного оборудования.

В том случае если лизингодатель является акционером проекта и при этом осуществляет хозяйственную деятельность, связанную с предоставлением имущества в проект во временное владение и пользование, то налицо объективное возникновение противоречий