



# ПРОЕКТНОТО ФИНАНСИРАНЕ И БЪЛГАРИЯ



*Любомир Филипов, ПЧП експерт\**

*\*Изразеното в статията лично мнение не изразява официалната позиция на институцията, която авторът представлява.*

## СЪДЪРЖАНИЕ

I. Въведение.....	3
II. Същност на проектното финансиране.....	3
III. Проектното финансиране в България.....	6
IV. Проектното финансиране и световната икономическа криза.....	7
IV. Заключение.....	9

## **I. ВЪВЕДЕНИЕ**

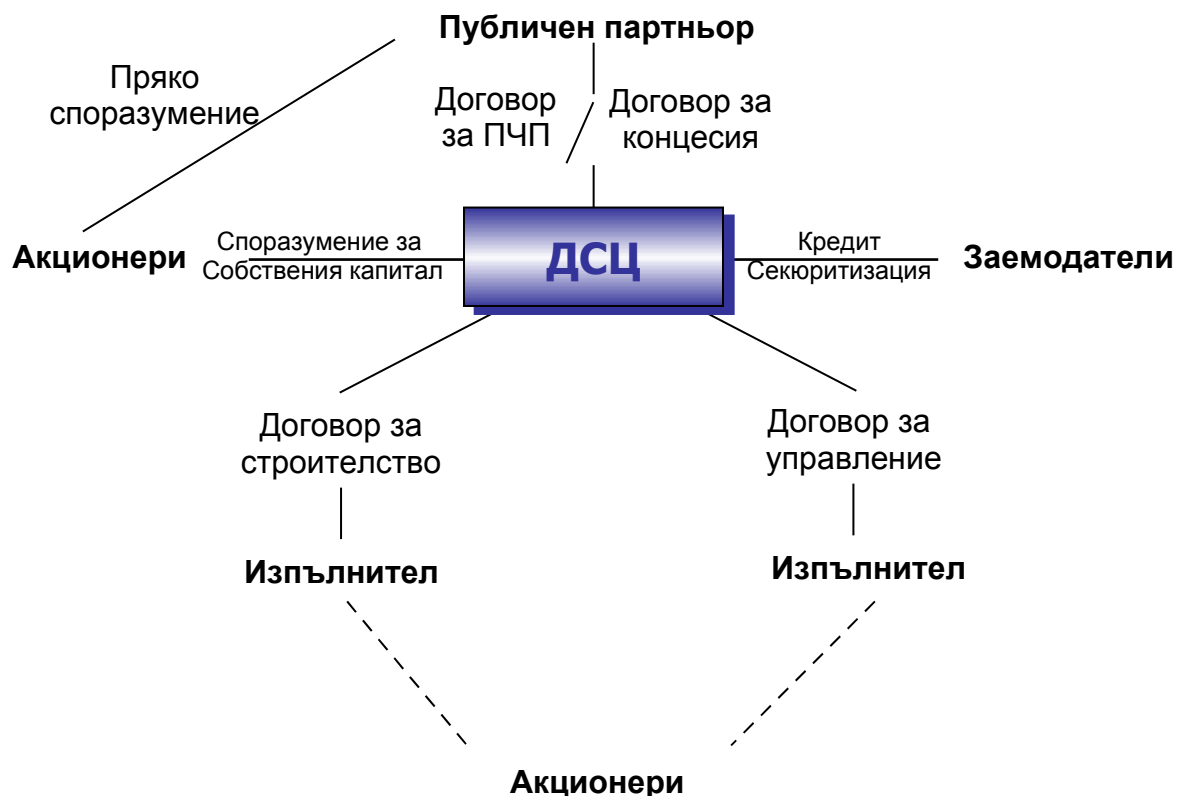
Изграждането на големи инфраструктурни проекти е сложен процес изискващ не само технически познания, но и солиден опит в сферата на финансите и правото. Липсата на инфраструктура си остава един от големите проблеми на България, въпреки наличието на необходимите предпоставки за осъществяването на подобни проекти и постигането на значителни резултати. С приемането на България в ЕС, пред страната се откриха множество възможности за финансиране на инфраструктурни проекти в секторите транспорт и околна среда – до колко тези възможности се оползотворяват е тема, която няма да дискутирам в настоящия анализ. Наред с фондовете идващи от ЕС се заговори и за привличане на частни инвеститори във финансирането на инфраструктурни обекти и създаването на т.нар. публично-частни партньорства, каквито за момента почти няма. Като основен проблем при реализацията на ПЧП проекти се изтъква липсата на адекватно законодателство и опит. По темата за законодателството вече съм се изказвал, така че в следващите няколко страници ще говоря за основния начин за структуриране на едно публично-частно партньорство, а именно – на базата на проектното финансиране. Необходимо е да се подчертае, че проектното финансиране се използва не само при ПЧП проекти, но и при големи проекти в сферата на телекомуникациите, енергетиката, строителството и др.

## **II. СЪЩНОСТ НА ПРОЕКТНОТО ФИНАНСИРАНЕ**

Структурирането на проект, базиран на проектното финансиране е продължителен и детайлен процес, както за държавната администрация (ако участва в проекта), така и за частния бизнес. Тъй като проектното финансиране е изключително обширна тема, в настоящата разработка ще дам основните насоки, като по-детайлни коментари по темата могат да бъдат обект на отделен анализ.

Необходимо е ясно да се прави разликата между понятията „проектното финансиране” и „финансирането на проекти”. Проектното финансиране е един от начините за финансиране на проект. При проектното финансиране финансиращата институция

осигурява необходимите капитали за финансиране на проекта на база очакваните парични потоци, които проекта ще генерира – т.е очаква се, че генерираните приходи ще са достатъчни за покриване на текущите задължения на компанията (оперативни разходи и изплащане на дълга), като не се иска допълнителна гаранция от участниците в проекта. С цел да бъде изолиран кредитния риск от останалите активи на участниците в сделката се обособява отделно дружество – дружество със специална цел (ДСЦ), консорциум или т. нар. „проектна компания”. ДСЦ се създава като самостоятелно юридическо лице (АД, ООД и др.), което влиза в договорни взаимоотношения с редица други страни, участващи в проекта. За да изясним по-добре този подход, нека разгледаме следната схема:



При една подобна сделка, където бъдещите парични потоци свързани с проекта до голяма степен са гарантирани/ясни, би могло да се сформира Дружество със специална

цел – ДСЦ ( Special Purpose Vehicle). ДСЦ е сформирано специално и само за предоставянето на съответните услуги свързани с конкретния проект. Съдружници в консорциума могат да бъдат различни инвеститори (институционални, частни, инвестиционни фондове и др.), както и строителни компании и компании поддържащи и опериращи новоизграденото съоръжение. Целта на новосформираната компания (ДСЦ) е дружество да влиза в договорни отношения с различни заемодатели, независимо от финансовото състояние на компаниите майки на неговите акционери. По този начин рисковете свързани с други бизнес начинания на акционерите ще бъдат изолирани от настоящия проект и това би улеснило финансирането му. ДСЦ може да наеме подизпълнители, които да осъществят част от дейностите по договора. Друг вариант е самите акционери в ДСЦ да са компании, които биха могли сами да осъществят дейностите заложи в проекта. Новосформираното дружество сключва договори с различни страни по проекта, като в случаи на публично-частно партньорство се сключва договор със съответната държавна/общинска администрация за предоставянето на съответната услуга от обществен интерес. Конкретния договор, подписан с администрацията може да има различен характер (договор за ПЧП, концесионен договор, договор за управление) в зависимост от проекта и действащото законодателство. В случаи на проекти различни от ПЧП, участието на държавата в проекта до голяма степен е ограничено и дори може да отпадне. Необходимо е да се подчерта, че акционерната структура на ДСЦ би могла да претърпи промени в течение на времето в зависимост от пазарната конюнктура. Така например, ако проектното дружество е формирано от строителна компания и компания, която би поела дългосрочен ангажимент по съответния проект (поддръжка на обекта), строителната компания би могла да „излезе“ от проекта в момента, в който фаза строителство бъде завършена. Подобно „излизане“ от инвестицията би могло да стане чрез продажба на дела в ДСЦто на останалите акционери, на външни инвеститори или чрез IPO.

Финансирането на проекта се урежда с други договорни отношения между ДСЦ, неговите акционери и финансиращите институции. То би могло да стане отчасти със собствен капитал и отчасти с банков заем. Алтернатива на банковия заем е издаване на облигационни емисии посредством секюритизирането на бъдещите вземания по проекта. Обикновено съотношението собствен капитал/привлечен капитал в подобни

проекти е 10:90, като то би могло да варира в зависимост от проекта и пазарната среда – в момента, в следствие на финансовата криза, се изисква по-голям процент самоучастие (собствен капитал) при структурирането на проектите. В случаи на публично-частно партньорство, между финансиращата институция и публичния партньор се подписва т.нар. пряко споразумение. Това споразумение дава правото на финансиращата институция да подменя частния партньор в случай, че ДСЦ оперира неефективно и не успява да покрива задълженията си към кредиторите. По този начин финансиращата институция до голяма степен гарантира не само своите интереси, но и изпълняването на задълженията на частния партньор спрямо публичните власти.

### **ПРОЕКТНОТО ФИНАНСИРАНЕ В БЪЛГАРИЯ**

Необходимо е да се подчерта, че до момента в България почти няма примери за ПЧП проекти реализирани на базата на проектното финансиране (с изключение на концесията на летища Варна и Бургас, фериботен комплекс „Силистра – Кълъраш” и концесията на „Софийска вода”). Част от причините са непознаване на материята, нежелание от страна на банките да осъществяват подобен род финансиране, наличието на фактори различни от идеята за взаимно сътрудничество между частния бизнес и държавата и др. Друга основна причина е, че в момента Закона за концесиите забранява финансиращата институция да има право на встъпване (step-in right), т.е. тя да има правото да избере нов концесионер, ако настоящия не изпълнява добре задълженията си по договора и не успява да покрива финансовите си задължения към кредиторите.

Друга тенденция, характерна за България е публичната администрация да се опитва всячески да участва като акционер в съответното проектно дружество. Като причина за това се изтъква желанието на държавата да осъществява пряк контрол върху проекта. Според мен подобно поведение крие повече негативи отколкото позитиви, тъй като държавата не е подготвена за финансовите и правните аспекти на корпоративното управление. От друга страна подобни смесени дружества могат да доведат по изкривяване на пазарната среда и нелоялна конкуренция, ако участват в търговете за реализация на ПЧП проекти със сходна характеристика. До момента практиката в

България показва, че създаването на подобни смесени дружества (в повечето случаи без проведен конкурс, което е недопустимо) както на национално, така и на общинско ниво води до неефективност, непрозрачност и сериозни загуби за държавата.

Като примери за проектно финансиране, извън сферата на публично-частното партньорство, могат да се посочат предимно проекти реализирани в сектор енергетиката. Подобни проекти са ТЕЦ „Марица изток 1”, АЕЦ „Белене” (все още не е ясно как ще се финансира проекта), проекта за производство на вятърна електроенергия от „Калиакра Уинд Пауър”, вятърен парк „Свети Никола”.

### **ПРОЕКТНОТО ФИНАНСИРАНЕ И СВЕТОВНАТА ИКОНОМИЧЕСКА КРИЗА**

Световната икономическа криза до голяма степен модифицира и затрудни реализирането на проекти посредством проектно финансиране. Като цяло в момента се наблюдава липса на ликвидност във финансовия и реалния сектор, което в съчетание с банковите фалити доведе до нарастване на риска и съответно на лихвените равнища. На първо място банките много внимателно избират проектите, в които ще инвестират, като предпочитат ключови клиенти, нуждаещи се от краткосрочно кредитиране в страни с нисък политически риск, където биха могли да се привличат и други банки, за да се диверсифицира кредитния риск. В допълнение синдикираните банкови заеми отстъпиха място на т.нар. „клубни сделки”, където всяка банка договаря поотделно условията по отпуснатата от нея част от кредита. Нивото на изискваното от банките съфинансиране от страна на инвеститора значително се увеличи, като може да достигне и дял до 50% от капиталовата структура на проекта. Тези изисквания доведоха до оскъпяването на планиваните проекти, като голяма част от тях бяха „замразени”, а други реализирани с минимален марж на печалба за инвеститорите.

При проектите реализирани като публично-частни партньорства, допълнителните разходи породени от кризата бяха прехвърлени към публичните партньори под формата на по-висока цена и/или изисквания за допълнителни гаранции относно бъдещите парични потоци по проекта.

Могат да се очертаят следните тенденции характеризиращи настоящата обстановка:

- *Поради сриването на междубанковия кредитен пазар ликвидността е драстично понижена. Повечето банки се борят за набиране на средства дори с краткосрочни падежи, особено ако не разполагат с депозитни бази или, ако те са ограничени;*
- *Проектното финансиране и кредитирането на ПЧП се конкурират за оскъдното налично банково и небанково финансиране с по-атрактивни корпоративни алтернативи. Това поставя под изпитание жизнеспособността на сегашния модел на ПЧП;*
- *Пазарът на синдикирани кредити е застинал и сделките се приключват като „клубни” транзакции. Това се отразява на скоростта на приключване на сделките и на договаряните маржове;*
- *Банковите маржове са значително повишени, а критериите за отпускане на средства ревизирани към по-консервативни;*
- *Матуритетът на първостепенния банков дълг е значително намален, което допълнително затруднява финансовото приключване на редица проекти;*
- *Не се е появило жизнеспособно пазарно решение на мястото на пазара на „застрахованите” облигации, който почти замря след краха на „монолайн” компаниите.*

Независимо от това, пазарът на ПЧП не е колабирал. На пазара все още се сключват сделки, макар и по-бавно. Наблюдава се все по-голяма степен на селективност от страна на банките и обща липса на последователност по отношение на сроковете и условията, изисквани от финансиращите институции. Някои големи банкови институции са се изтеглили отчасти или изцяло от пазара на проектното финансиране. Има индикации, че някога активните международни „играчи” сега все по-активно се ориентират към своя вътрешен пазар. Ясно е, че в момента бизнесът, свързан с проектно финансиране и в частност финансиране на ПЧП проекти е в процес на модифициране и реорганизиране. Това модифициране трябва да се осъществи не само на пазарен принцип, но в него участие трябва да вземат и международни институции (като World Bank, IMF, IFC и др.),

както и съответните национални регулатори, за да не се допуснат грешките, които бяха допуснати преди да се разрази световната финансова криза.

### **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Макар че осъществените и планирани сделки базирани на проектно финансиране в България не са много, в контекста на световните тенденции в тази област, държавата трябва да предприеме конкретни мерки, чрез които да се стимулира структурирането на проекти по този начин. Темата за начертаване на мерки за привличането на частни инвеститори за някои от големите инфраструктурни проекти в България е особено актуално, тъй като новото правителство категорично заяви намерението си за ревизиране на тези проекти и „излизането” на държавата от тях като инвеститор. Макар и не в ролята си на инвеститор, държавата би могла да използва редица лостове за стимулиране на реализацията на такива инфраструктурни проекти. Подобни мерки биха могли да бъдат следните:

- ✓ *Създаване на ефективно законодателство (Закон за ПЧП или промяна на Закона за концесиите и Закона за обществените поръчки) с цел регламентиране и улесняване на сделките базирани на проектно финансиране;*
- ✓ *Засилване на ролята на Българската банка за развитие като институция пряко финансираща инфраструктурни проекти на търговски принцип и утвърждаване на създадения към нея Гаранционен фонд като гарант за привличане на финансиране от МФИ (WB, IFC, KfW, JBIC, EIB, EBRD и др.) и различни търговски банки към конкретния проект; Необходимо е да бъде развит широк спектър от гаранционни продукти (преки, не преки, за ре-финансиране и др.)*
- ✓ *Създаване на инструменти за съвместно кредитиране;*

Идеята зад такъв финансов инструмент е, че ако при финансовото приключване на сделката се установи, че финансирането недостига или първоначално заявिलите интерес банки се отказват да участват в проекта, държавата може да замени липсата на банково финансиране с публични средства. Логиката е публичният сектор да осигури инструмент за „допълване”, имащ за цел да запълни празнината в синдикирането при

същите условия, както при търговските банки и, ако това е възможно, това да бъде на краткосрочна основа. Така ще се осигури най-добра проектна подкрепа на един сравнително напреднал етап на тръжната процедура. Това е един от най-практичните и целесъобразни начини за реагиране на кредитната криза, особено когато се предполага, че тя е временна по характер. "Поставяйки се на мястото на частния кредитор", публичният сектор предоставя незабавна, но и само временна подкрепа за финансовите пазари. Очакването за този подход е да позволи приключване на сделките в краткосрочен план и тяхното поемане от пазара в дългосрочен план, след като частния инвеститор ре-финансира и погаси своя дълг към държавата.

- ✓ *Стимулиране на участието на българските пенсионни фондове във финансирането на големите проекти чрез допълнителни промени в Кодекса за социално осигуряване, който да позволи участие на фондовете в прякото финансиране на проектите, а не само чрез закупуването на „инфраструктурни облигации”, издадени от банки с над 50% държавно участие;*
- ✓ *Създаване на Държавен инфраструктурен фонд;*

Подобен фонд трябва да има за цел да финансира големите инфраструктурни проекти в България, които ще се реализират не под формата на обществени поръчки, а под формата на публично-частни партньорства, базирани на проектното финансиране. Фондът ще има за цел да отпуска заеман капитал на избрания частен партньор и да участва в синдикирането на конкретни заеми. Възможността за участие на фонда в капиталовата структура на ДСЦ-то трябва да бъде силно ограничено, тъй като подобни проекти трябва да бъдат реализирани от частни инвеститори. Фондът би могъл да бъде капитализиран със средства от Сребърния фонд, Фискалния резерв и чрез емитирането на дългови книжа, гарантирани от бъдещите постъпления във фонда. Така в качеството си на държавен субект, фондът ще се възползва от инвестиционния рейтинг на държавата и ще е в състояние да предоставя евтино финансиране на компаниите частни партньори.

При изготвянето на конкретните мерки и механизми за стимулиране на пазара на проектното финансиране в България е необходимо да бъдат спазени ограниченията на EUROSTAT относно отпускането на държавна помощ и изискванията за задбалансово

