Коляго Д.С.
открытое акционерное общество «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы», соискатель Академии народного хозяйства при Правительстве РФ

поле для «чудес»

внедрение финансовых инструментов и схем для целей финансирования программ техперевооружения и реконструкции в энергетической отрасли

Снижение уровня объемов инвестиций в энергетическом секторе экономики наблюдалось с 80-х гг. Это привело к недопустимо низким затратам на техническое обслуживание и модернизацию оборудования, что, в свою очередь, отрицательно сказалось на развитии других секторов экономики. К 2001 г. стало очевидно, что реформа энергетического сектора необходима, прежде всего, для российской экономики в целом.

Разделение прежней электроэнергетической монополии на отдельные, в частности, операционные компании (вместо холдинговых), позволит повысить управляемость новыми субъектами отрасли, упростить реализацию единой стратегии, консолидировать и привлекать со стороны значительные финансовые ресурсы.

Также будет установлена новая система тарифов, т.к. нынешняя не является эффективной и не способна полноценно мотивировать менеджмент компаний. Новая система будет опираться на принцип доходности активов. Ожидается, что она поможет привлекать необходимое финансирование для инвестиционных программ. Стратегический план развития распределительных энергосетевых компаний (РЭСК) предусматривает, что половина программы капвложений на 2007-2009 годы должна финансироваться за счет долгового капитала, а оставшаяся часть - за счет поступлений от платы за подключение, которую планируется ввести со следующего года в большинстве распределительных региональных сетевых компаний (РСК).

В качестве возможных способов привлечения инвестиций может выступать следующий набор инструментов: *IPO; проектное финансирование; долговые инструменты; возвратный лизинг и финансовый лизинг.*

Очевидно, что необходима разработка оптимального, сбалансированного соотношения различных способов привлечения

инвестиций. Однако для компаний распределительно-сетевого комплекса схемы IPO не применимы в связи с тем, что в настоящее время доля государства в этом секторе не подлежит снижению.

Проектное финансирование предполагает привлечение инвестиций в крупный проект. При этом, основным источником погашения привлеченных средств становятся будущие денежные поступления от реализации такого проекта. Данный вид финансирования используется в случаях, когда применение других способов затруднено. Это позволяет сочетать в себе различные финансовые инструменты: кредитные источники; различные лизинговые схемы; учреждение новой специальной компании (SPV - special purpose vehicle) с долевым участием инициатора проекта и привлеченных соинвесторов; выпуск целевых облигационных займов; государственные инвестиции и поддержка.

При использовании проектного финансирования в российской электроэнергетике очевидны такие особенности, как:

- долгосрочный характер реализации проекта и привлечения инвестиций (в среднем 3-5 лет);
- высокая капиталоемкость и длительный период окупаемости проектов (целевой уровень 10-12 лет);
-необходимость привлечения иностранных инвесторов с целью увеличения объемов финансирования;
- отсутствие адекватных гарантий для инвесторов (основная сложность): тарифная политика, неразвитая система долгосрочных договоров.

к 2001 г. стало очевидно, что реформа энергетического сектора необходима для российской экономики в целом

для компаний распределительно-сетевого комплекса схемы IPO не применимы в связи с тем, что в настоящее время доля государства в этом секторе не подлежит снижению

Таким образом, проектное финансирование позволяет мобилизовать значительные средства для реализации крупных проектов с длительным сроком окупаемости, а комплексный характер применяемых инструментов делает его одним из наиболее привлекательных способов финансирования строительства новых и модернизации действующих объектов электроэнергетики.

Компании электроэнергетической отрасли в настоящее время не

используют потенциал кредитования в полной мере, теряя возможности использования «финансового рычага», что приводит к существенной недооценке стоимости компании.

В настоящее время российские энергетические компании сильно недокредитованы даже по сравнению с развивающимися рынками. Несмотря на то, что электроэнергетика – одна из наиболее капиталоемких отраслей экономики, основная часть заемных средств российских компаний – краткосрочные кредиты, привлекаемые преимущественно для обслуживания текущей деятельности. У зарубежных компаний основную часть долга составляют долгосрочные обязательства, направляемые главным образом на инвестиционную деятельность.

Консолидированные займы подразумевают вовлечение в механизм финансирования управляющей компании и подведомственных обществ. Управляющая компания проводит переговоры с группой банков об общих условиях банковского обслуживания, выступая поручителем и определяя за счет консолидированных объемов лучшие условия кредитования или размещения депозитов. При этом появляется возможность под залог депозита одного общества увеличить лимит кредитования другой подведомственной компании.

Облигационный заем с предоставлением бридж-кредитов имеет значительный потенциал возможностей привлечения долгового финансирования РСК в условиях потребности в источниках финансирования инвестиционных проектов.

компании электроэнергетической отрасли в настоящее время не используют потенциал кредитования в полной мере, теряя возможности использования «финансового рычага»

При *бридж-финансировании* банки или инвестиционно-финансовые компании (SVP-компании) предоставляют кредиты, которые затем погашаются за счет средств размещаемых долговых инструментов, в том числе облигаций. Такая схема финансирования позволяет обойти недостаток облигаций - необходимость значительного периода времени для осуществления эмиссии.

Применение облигационных займов имеет ряд ограничений: низкий уровень развития долговых отношений и небанковских финансовых институтов в России; небольшое время существования рынка облигаций; слабое освещение возможностей фондового рынка СМИ.

Финансовый лизинг для РСК является более привлекательным, чем облигационный заем, т.к. он обладает рядом неоспоримых преимуществ:

- лизинговые платежи включаются в себестоимость, что позволяет

оптимизировать налогооблагаемую базу;
- имеется возможность применения в отношении объекта лизинга механизма ускоренной амортизации с коэффициентом до 3-х;
- есть возможность расширения и модернизации производства, поэтапного обновления материально-технической базы предприятия без привлечения заемных средств и существенного отвлечения оборотных средств;
- инвестиции носят строго целевой характер;
- по истечении срока действия договора лизинга основные средства поступают в собственность лизингополучателя.

При благоприятных обстоятельствах РСК могут привлекать значительные средства по лизинговым схемам для финансирования инвестиционных проектов, размер которых может быть в несколько раз больше величины средств, полученных по схеме «облигационный заем».

Очевидно, что при финансировании инвестиционных проектов целесообразно применять все вышеуказанные схемы, по возможности полностью исчерпывая ресурс каждой. При наличии у компании оборудования, которое возможно передать в возвратный лизинг, а также при покупке нового, но перегруженности пассива баланса заемными средствами (предельно низким значением финансового рычага) у компании больше не остается выбора, кроме как использовать для долгосрочного кредитования лизинговые схемы. При наличии у компании «запаса прочности» в части получения займов, а также оборудования, годного к сдаче в долгосрочную аренду, необходимо использовать оптимальное для конкретной ситуации сочетание схем долгосрочного финансирования.

В качестве комплексного решения вопроса финансирования инвестиционных проектов РСК необходимо рассматривать организацию выпуска рублевых еврооблигаций, размещаемых несколькими траншами, сроком на 3-5 лет. Заемщиком выступает специально учреждаемая компания SPV под поручительство РСК. Выпуск должен быть деноминирован в рублях с расчетами в долларах США через Euroclear.

Такая структура является понятной для иностранных инвесторов, демонстрирующих устойчивый спрос на рублевые инструменты в связи с укреплением национальной валюты, а также в свете предполагаемого изменения валютного законодательства.

в настоящее время российские энергетические компании сильно недокредитованы даже по сравнению с развивающимися рынками