

## Многосторонние международно-правовые инструменты как путь снижения рисков проектного финансирования и стоимости привлечения заемных средств (часть II)

А.А. Конопляник  
(Секретариат Энергетической Хартии)



### Российские риски: рейтинговая история

Рейтинговая история России началась в октябре 1996 г., когда стране был присвоен ее первоначальный долгосрочный кредитный рейтинг (BB-), обобщенно отражающий степень рискованности осуществления инвестиционных операций в стране. Таким образом, страновой рейтинг отражает как бы минимальный уровень рисков, существующий в той или иной стране при осуществлении субъектами предпринимательской деятельности (добавляются корпоративные риски) тех или иных инвестиционных проектов (добавляются проектные риски). Следовательно, страновой рейтинг отражает тот уровень, ниже которого мы не можем ожидать опускания на данном этапе развития экономики стоимости привлечения заемных средств.

Только 26 июля 2002 г. Россия вышла на тот первоначальный уровень рейтинга BB-, который ей был присвоен в 1996 г. (рис. 1). Иначе говоря, Россия смогла экономически преодолеть последствия дефолта 1998 г. только к середине 2002 г. И только в декабре 2002 г. страна превысила «стартовый» (1996 г.) уровень суверенного долгосрочного кредитного рейтинга, т.е. общая оценка экономического развития страны с точки зрения финанси-

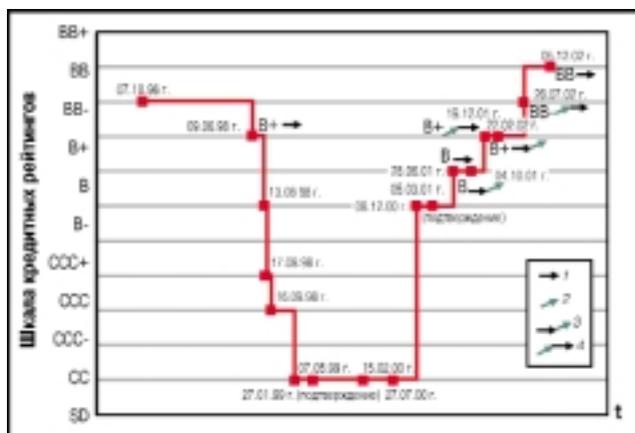


Рис. 1. Рейтинговая история Российской Федерации по оценкам S&P: прогноз: 1 – стабильный; 2 – позитивный; 3 – смена со стабильного на позитивный; 4 – смена с позитивного на стабильный

### Multilateral international-law instruments as a way of reducing risks of project financing and cost of raising external capital

A.A.Konoplianic (Energy Charter Secretariat)

The aim of this article – to discuss how multilateral international law instruments, such as the Energy Charter Treaty (ECT) and related documents, in particular, provides the way of reducing the risks of project financing and the cost of raising capital. The paper consists of five segments. The first examines evolution of the mechanisms of financing oil & gas projects internationally in parallel with the further complicating natural conditions of the developed fields and more sophisticated structure of the energy markets. Second – identifies major stages in the process towards implementation of the project financing in Russian oil & gas. Third – provides the short history of the Russian long-term credit ratings as a cumulative assessment of the risks of financing projects in Russia. Fourth segment deals with evolution of fundamental objective trends in energy markets development and parallel development of investor protection mechanisms, which needs adequately neutralize new risks in financing energy projects. Fifth segment describes the Energy Charter process and ways and means in which ECT and related documents helps to reduce the project financing risks and cost of raising capital for energy projects.

ния долгосрочных инвестиционных проектов стала более благоприятной, чем в 1996 г.

Если мы возьмем матрицу кредитных рейтингов, то сегодня Россия поднялась до верхних категорий рейтингов, однако пока лишь в зоне спекулятивных категорий. Место России на рейтинговой шкале основных международных рейтинговых агентств (долгосрочные кредитные рейтинги) показано в таблице. Чтобы Россия могла на равных бороться за инвестиции с другими странами, которые являются ее конкурентами на мировом рынке капитала, нужно иметь финансовые издержки для реализации проектов гораздо ниже, чем в России сейчас. Следовательно, меньше должна быть совокупность рисков реализации проектов, которые определяют величину кредитного рейтинга, присваиваемого той или иной стране независимыми рейтинговыми агентствами.

Для России важно не только обеспечить привлечение инвестиций в развитие собственного ТЭК, но и завоевать места на тех новых рынках, которые для нее открываются. Следовательно, стране предстоит бороться за инвестиции в новые проекты, снижение стоимости привлечения в них заемных средств, дальнейшее повышение кредитного рейтинга.

### Закономерности развития энергетических рынков и механизмов защиты инвесторов

В рамках мировой экономики сформирован единый мировой рынок нефти, однако рынки газа, электроэнергетики, других энергоресурсов в значительной степени носят региональный характер [1]. В настоящее время происходит реальное формирование единого евроазиатского рынка газа, вслед за ним – электроэнергетики. Для России должна быть важна диверсификация экспортных потоков и переход к ситуации, при которой страна будет поставлять энергоресурсы на самый быстрорастущий рынок Азии и самый крупный в мире рынок Северной Америки.

Категории рейтингов	Оценка международного рейтингового агентства			Краткое описание
	Moody's	Standard and Poor's	Fitch IBCA	
Инвестиционные	Aaa	AAA	AAA	Максимальная степень безопасности
	Aa1	AA+	AA+	Высокая степень надежности
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	Степень надежности выше средней
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
	Baa1	BBB+	BBB+	Степень надежности ниже средней
Baa2	BBB	BBB		
Baa3	BBB-	BBB-		
Спекулятивные	Ba1	BB+	BB+	Неинвестиционная, спекулятивная степень
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	Высокоспекулятивная степень
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Caа	CCC+	CCC	Существенный риск, эмитент в тяжелом положении
	-	CCC	-	
	-	CCC-	-	
	Ca	CC	-	Сверхспекулятивная степень, возможен отказ от платежей
	C	C	-	
	-	-	DDD	
-	SD	DD	Отказ от платежей	

ставщиков, которая усилится после начала поставок в Европу каспийской нефти.

В феврале 2003 г. на встрече Министров энергетики государств ЕС в Тесалониках Турция и Греция подписали соглашение о строительстве 350-км соединительной ветки газопровода между двумя странами, ввод в строй которой приведет к формированию «юго-восточного» пути поставок в Европу ближневосточного и каспийского газа в дополнение к «северо-восточным» путям его доставки в Европу из России и среднеазиатских государств СНГ (двух действующих - через Украину и Белоруссию и еще одного планируемого - через акваторию Балтийского моря). При этом будут расширяться поставки газа на европейский рынок из Норвегии, Алжира и Нигерии, причем как сетевого (включая неизбежное строительство газопровода из Нигерии на север в Европу через территорию и газотранспортную систему Алжира), так и сжиженного (СПГ), сохранятся – из Великобритании и Нидерландов (рис. 2). Таким образом,

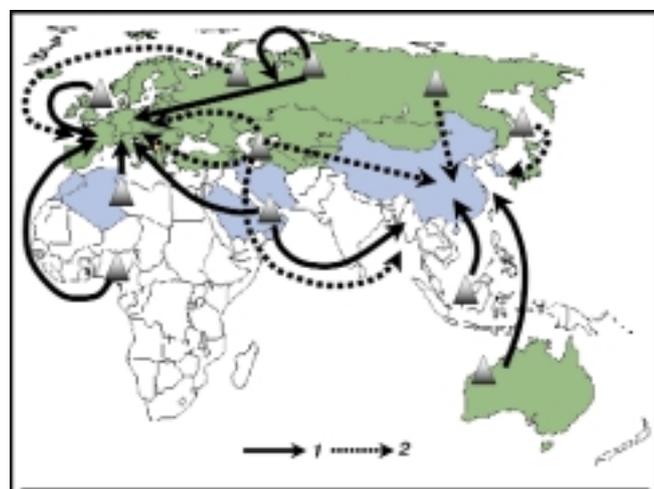


Рис. 2. Мир Энергетической Хартии и основные энергетические потоки в Восточном полушарии: 1 – существующие; 2 - будущие

На западноевропейском рынке Россия конкурирует с североморскими месторождениями нефти и газа (наиболее близкорасположенными к местам потребления), африканскими и ближневосточными, где из-за благоприятных природных условий самые низкие издержки добычи, а также и транспортирования из-за возможности доставки нефти крупнотоннажными танкерами. На нефтяном рынке и впредь сохранится высокая конкуренция по-

формирование «юго-восточного» маршрута доставки импортного газа в Европу лишь усилит и так достаточно высокую конкуренцию среди его поставщиков.

Позиции России на европейском рынке отнюдь не самые благоприятные. Российские месторождения расположены обычно в более сложных природных условиях по сравнению с месторождениями наших конкурентов и на большем удалении от рынка. Поэтому проблема снижения финансовых рисков, связанная с организацией финансирования проектов по добыче и транспорту нефти и газа, является для России более актуальной, чем для стран, расположенных ближе к местам потребления.

На развивающемся азиатском рынке в настоящее время Россия не представлена. Поставки туда идут с Ближнего и Среднего Востока, из Австралии, США (Аляска). Правда, на рынок Азии нацелены новые проекты, расположенные в восточных районах России (Восточная Сибирь, Сахалин). Новый район на мировой нефтегазовой карте – Каспий - будет ориентирован на оба рынка: западноевропейский, куда каспийские углеводороды будут доставляться по нескольким маршрутам, которые пойдут как через территорию России, так и вне ее (реализации концепции «множественности путей доставки» - объективная реальность, которая приведет к минимизации рисков для поставщиков и потребителей), и рынок стран Азии и Дальнего Востока.

Таким образом, евроазиатский энергетический рынок будет охватывать не только собственно Европу и Азию, но и Австралию, и Северную (включая район Гвинейского залива) Африку. При этом значительная часть государств этого формирующегося

единого энергетического пространства являются членами или наблюдателями в процессе Энергетической Хартии.

Итак, сегодня и в будущем Россия находится в состоянии усиливающейся конкуренции поставщиков на традиционных и новых энергетических рынках, а также рынках капитала. Для сохранения (и укрепления) своего присутствия на этих рынках нам нужно находить возможности для наращивания своих конкурентных преимуществ, т.е., в первую очередь, стремиться к уменьшению издержек как технических, так и финансовых. На решение этих задач нацелен ДЭХ с его инструментами.

По мере развития процессов интернационализации и глобализации энергетических рынков увеличиваются связанные с ними риски инвестиционной деятельности, в частности, вследствие того, что товарные потоки произведенных Энергетических материалов и продуктов (ЭМП) начинают пересекать территорию все большего числа государств, в каждом из которых национальное законодательство имеет свою специфику. Возрастает роль транзита нефти и газа из добывающих стран на рынки государств-потребителей. Наряду с увеличением экономически оправданной средней дальности поставки энергоресурсов с течением времени (эффект НТП) возрастает число пересекаемых при экспортных поставках государственных границ. В этих условиях повышается рискованность транспортных операций, а следовательно, рискованность и неразрывно связанных с ними экспортно-ориентированных проектов освоения месторождений углеводородов и/или генерирования электроэнергии. В результате повышается стоимость финансирования указанных проектов за счет роста цены заимствования (стоимости привлечения заемных средств, которые составляют обычно 70-80 % капитальных вложений в проект). Следовательно, возникает объективно обусловленная потребность в адекватных механизмах снижения соответствующих рисков, защиты инвесторов. Наиболее эффективными (в системе координат «цена – качество» или «затраты – результат») инструментами снижения соответствующих рисков и защиты инвесторов являются правовые инструменты.

Одновременно с интернационализацией и глобализацией рынков расширяется спектр механизмов защиты/стимулирования инвесторов. В распоряжении принимающих государств и инвесторов, деятельность которых все в большей степени носит

трансграничный характер, появляются международно-правовые (как двух-, так и многосторонние) инструменты минимизации инвестиционных рисков в дополнение к соответствующим инструментам, обеспечиваемым национальным законодательством.

В рамках национального законодательства принимающее государство (в первую очередь с переходной экономикой, характеризующейся повышенной и объективно обусловленной нестабильностью экономико-правовой среды) имеет две принципиальные возможности защиты/стимулирования инвесторов (рис. 3):

- формировать анклавов стабильности в нестабильной экономико-правовой среде;
- повышать общий уровень инвестиционной привлекательности своей экономико-правовой среды.

Россия является страной с переходной экономикой. Любая переходная экономика, по определению, нестабильна, поскольку постоянно находится в состоянии системных трансформаций. Правительство и депутатский корпус формируют и реформируют законодательство и таким образом постоянно привносят нестабильность в законодательную среду России. Принимаемые законы и поправки в них зачастую противоречат друг другу. Процессы их синхронизации, унификации займут годы. Поэтому Россия еще долго будет оставаться страной с повышенной нестабильностью. Один из путей повышения инвестиционной привлекательности страны - создать анклавов стабильности в продолжающейся оставаться нестабильной экономике, по крайней мере, для крупномасштабных капиталоемких инвестиционных проектов в ТЭК [2].

Применительно к России в этом (первом) случае речь идет о формировании, например, законодательства о СРП, концессиях, свободных экономических зонах (СЭЗ), в рамках которых инвесторы *индивидуальных* типов проектов законодательно защищены от рисков, связанных с нестабильностью самого законодательства. Во втором случае – о внесении соответствующих изменений и дополнений в налоговое (налоговый кодекс), инвестиционное, недропользовательское законодательство с целью улучшения инвестиционного климата в стране в целом, т.е. для инвесторов *всех* типов проектов. Понятно, что эти два направления законодательной деятельности должны рассматриваться не как взаимоисключающие, а как дополняющие друг друга, развиваемые параллельно. В первом случае законодатель может ожидать более быстрого получения позитивных практических результатов своей деятельности на более узких, приоритетных направлениях инвестиционной деятельности, которые через косвенные и мультипликативные эффекты инвестиций распространятся на всю экономику. Во втором – позитивные результаты законодательского процесса будут (могут быть) получены позже по времени, но на более широком фронте.

Важным фактором ускорения позитивных сдвигов в национальном законодательстве являются международно-правовые механизмы. По мере перехода от локальных рынков к региональным, пока внешнеэкономические связи являются не столь диверсифицированными, наиболее активно формируется система двусторонних международно-правовых механизмов защиты



Рис. 3. Развитие энергетических рынков и механизмов защиты/стимулирования инвесторов

инвесторов: двусторонние инвестиционные договоры (соглашения о поощрении и защите капиталовложений - ДИД), договоры об избежании двойного налогообложения (ДИДН) и др. По мере дальнейшей интернационализации рыночной динамики все большее значение начинают приобретать процессы, направленные на формирование многосторонних международно-правовых инструментов защиты инвесторов, т.е. соглашения, формирующие единые «правила игры» в рамках целой совокупности государств, связанных настоящими и/или будущими общими товарными и/или инвестиционными потоками. Таким образом, чем шире география международного сотрудничества, выше уровень экономической взаимозависимости государств, шире и глубже рынки сопредельных государств интегрированы друг в друга, тем значительнее роль многосторонних международно-правовых инструментов защиты/стимулирования торговой (рынки товаров) и инвестиционной (рынки капиталов) деятельности (см. рис. 3).

В настоящее время среди многосторонних международно-правовых механизмов регулирования торговой и/или инвестиционной деятельности наиболее широкую известность получила Всемирная Торговая Организация (ВТО) – правопреемница Генерального Соглашения по Тарифам и Торговле (ГАТТ). В ВТО входят 144 государства, 32 страны являются в ней наблюдателями. Правила ГАТТ/ВТО устанавливают режим наибольшего благоприятствования (РНБ) для торговли товарами и услугами между входящими в ее состав государствами. Вступление в ВТО было обозначено Президентом РФ в 2002 г. в качестве одного из трех законодательных приоритетов России наряду с реформой естественных монополий и земельной реформой [3].

Однако существует многосторонний инструмент международно-правового регулирования - Договор к Энергетической Хартии (ДЭХ) и связанные с ним документы [4]. ДЭХ охватывает как торговлю (включая транзит), так и инвестиции, правда, по более узкому набору подпадающих под действие этого Договора отраслей (только энергетика, но в широком понимании этого термина) и числу стран-членов (51 государство плюс Европейское Сообщество как Организация региональной экономической интеграции). ДЭХ предусматривает предоставление инвесторам Договаривающихся Сторон национального режима или РНБ в зависимости от того, какой из них является более благоприятным. При этом, несмотря на высокую степень зависимости экономического развития России от состояния отраслей топливно-энергетического комплекса, ДЭХ гораздо менее известен как в России, так и в мире, чем ГАТТ/ВТО. Так, торговый раздел ДЭХ предусматривает непосредственное применение правил ГАТТ/ВТО для их членов, а для не членов ГАТТ/ВТО – применение правил ГАТТ/ВТО «путем отсылки» (by reference). Инвестиционные вопросы затрагиваются в ГАТТ/ВТО в рамках Соглашения о связанных с торговлей инвестиционных мерах (СТИМ) в той же трактовке, что и инвестиционные вопросы в ДЭХ.

Таким образом, существует неразрывная связь между ДЭХ и ГАТТ/ВТО с точки зрения исповедуемых в обоих многосторонних международно-правовых соглашениях принципов. Более того, ДЭХ фактически предлагает готовую правовую базу реформирования российских «естественных» монополий в сфере энерге-

тики на основе принципов, поддержанных российским Правительством.

#### **ДЭХ как инструмент снижения рисков проектного финансирования и стоимости привлечения заемных средств**

Напомним вкратце историю процесса Энергетической Хартии. Началось все в 1990 г. по инициативе ЕС. Рухнула Берлинская стена, на территории Советского Союза образовались 15 суверенных государств, появились новые риски, связанные с ликвидацией существовавшей во времена СССР системой отношений как внутри Союза, так и между СССР и другими странами. Необходимо было восполнить утраченные связи, особенно в условиях растущей зависимости Европы от поставок энергоресурсов извне. В связи с указанным надо было минимизировать эти риски на взаимовыгодной основе, найдя то, что в долгосрочном плане объединит интересы государств Востока и Запада. Объединять может интерес Европы к российским (и других стран бывшего СССР) энергоресурсам и заинтересованность производителей этих энергоресурсов в инвестициях для их освоения со стороны западных стран.

Сначала процесс пошел очень быстро. 25 июня 1990 г. была обнародована инициатива Рууда Любберса (Премьер-Министра Нидерландов) о создании общеевропейского энергетического сообщества. 17 декабря 1991 г. подписана политическая декларация - Европейская Энергетическая Хартия. Через три года, 17 декабря 1994 г. были подписаны юридически обязательные Договор к Энергетической Хартии и Протокол по вопросам энергетической эффективности и соответствующим экологическим аспектам (ПЭЭСЭА). Далее процесс замедлился. В июне 1996 г. Россия начала процесс ратификации ДЭХ, но так и не завершила его до сих пор. Отношение властных структур России к ратификации ДЭХ характеризуется де факто поддержанной Государственной Думой формулой: «Ратифицировать надо, но не сегодня...». Тем не менее, в апреле 1998 г. ДЭХ вступил в полную юридическую силу и является в настоящее время неотъемлемой частью международного права. По состоянию на 1 января 2003 г. ДЭХ подписан 52 сторонами (51 государство плюс ЕС) и ратифицирован 47 (46 государств плюс ЕС) за исключением пяти стран: России, Беларуси, Исландии, Австралии и Норвегии. На основании ст.45 ДЭХ, Россия (как и Беларусь) применяет Договор на временной основе. Пакет документов Энергетической Хартии состоит из политической декларации и нескольких независимых юридически обязательных международных договоров, по некоторым из них продолжаются вести переговоры (рис. 4).

Государственная Дума РФ обусловила возврат к вопросу о ратификации ДЭХ результатами переговоров по транзитному протоколу<sup>1</sup>, целью которого является разработка общепринятых правовых принципов, охватывающих транзитные потоки ЭМП и обеспечивающих приемлемые для различных сторон условия транзита. Протокол по Транзиту к ДЭХ был задуман как юридически обязательный документ, «уточняющий, дополняющий, расширяющий или развивающий» те положения ст.7 ДЭХ («Транзит») и связанных с ней статей, в отношении которых у Договаривающихся Сторон возникали или могли возникнуть в будущем разногласия с точки зрения прочтения этих положений. Учитывая расширяющуюся географию поставок энергоресурсов и процесс

<sup>1</sup> Протоколы в соответствии со ст. 1(13) ДЭХ, есть договоры, призванные «уточнить, дополнить, расширить или развить положения ДЭХ».



Рис. 4. Энергетическая Хартия и ее документы

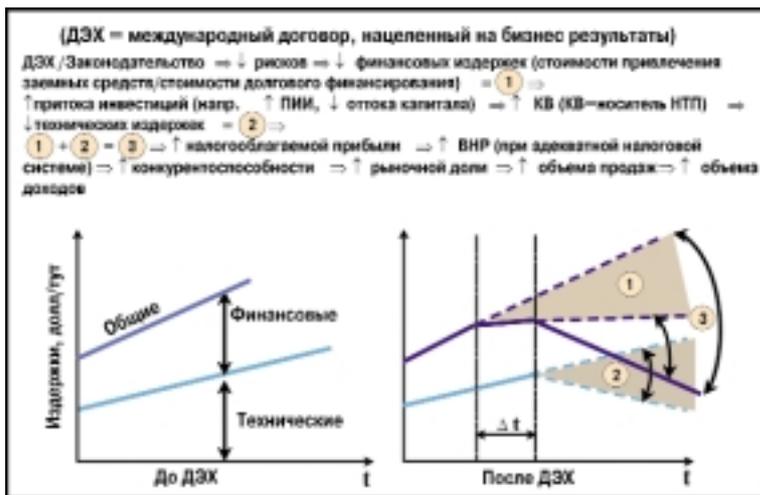


Рис. 5. Роль ДЭХ для проектного финансирования:  
 Δ издержек: 1 – финансовых; 2 – технических; 3 – совокупная

формирования общего евроазиатского энергетического рынка, понятно, что принятие общих для стран этого формирующегося энергетического пространства правил регулирования транзитных потоков ЭМП должно существенно снизить риски осуществления инвестиционных проектов, связанных с добычей и (трансграничной) транспортировкой энергоресурсов.

С точки зрения обеспечения механизмов проектного финансирования для проектов в России цель этого Договора – уменьшить риски проектного финансирования через систему международных правовых инструментов. Логика достижения этой цели проста: ДЭХ как часть международного законодательства ведет к снижению рисков, следовательно, к снижению финансовых издержек (снижению стоимости привлечения заемных средств, стоимости долгового финансирования).

Цену реализованного продукта можно разбить на три компонента: издержки, налоги, прибыль. Издержки можно разбить на две части: технические и финансовые. На разных стадиях развития мировых рынков эти издержки могут снижаться или повышаться. В настоящее время мы сталкиваемся с тем, что, по крайней мере, в России наблюдаются ухудшение природных условий вовлекаемых в разработку месторождений и увеличение технических издержек их освоения плюс, как минимум, неумножение или даже увеличение финансовых издержек из-за рисков, связанных с переходным характером российской экономики.

Под защитой международно-правовых инструментов уменьшаются риски, снижаются финансовые издержки (стоимость привлечения заемных средств), повышается конкурентоспособность (инвестиционная привлекательность) страны на мировом рынке капитала. Через некоторое время мы получим увеличение нетто-притока инвестиций в страну, которое будет состоять из двух компонентов: увеличение собственно притока инвестиций, отечественных (за счет межотраслевого их перетока) и/или прямых иностранных плюс уменьшение оттока капитала. В итоге увеличатся капитальные вложения, в частности в основной капитал. Как известно, капитальные вложения – носитель овеществленных достижений научно-технического прогресса, применение которых снижает издержки.

Получаем суммарный эффект снижения финансовых и технических издержек (рис. 5), который ведет к росту налогооблагаемой прибыли, внутренней нормы рентабельности (при адекватной налоговой системе), конкурентоспособности инвестиционных проектов, в частности российских или другой страны-участницы ДЭХ, на рынке капитала, рыночной доли этой страны на рынке капитала. Увеличение конкурентоспособности на рынке капитала через снижение издержек ведет, к повышению конкурентоспособности производимых товаров и увеличению конкурентной зоны их производителей на товарном рынке. В итоге ДЭХ оказывает мультипликативный правовой эффект на снижение рисков с соответствующими экономическими результатами в части снижения издержек и роста доходов и прибыли. Таким образом, будущие доходы проекта, за счет которых должен быть обеспечен возврат вложенных в его осуществление средств, оказываются более предсказуемыми и более высокими. Именно поэтому ДЭХ – один из эффективных инструментов, который способствует расширению применения проектного финансирования в энергетических отраслях России. В этом – один из элементов прагматической заинтересованности в быстрой ратификации ДЭХ парламентом страны.

Список литературы

1. Конопляник А. От монополии к конкуренции. Об основных закономерностях развития рынков нефти и газа//Нефть и капитал.- 2002.- № 3.- С. 16-19.
2. Конопляник А. «Стулья» - завтра, деньги – сегодня. Как решить финансовые проблемы российских нефтяников и машиностроителей, участвующих в СРП//Нефтегазовая Вертикаль.- 2000.- № 10.- С. 140-143.
3. Конопляник А. Трудный путь к ДЭХ. Развитие энергетических рынков, Договор к Энергетической Хартии и законодательные приоритеты Президента Владимира Путина//Нефть России.- 2002.- № 11.- С. 48-51.
4. Договор к Энергетической Хартии – путь к инвестициям и торговле для Востока и Запада. Под ред. Т. Вальде – англ. изд. и А. Конопляника – рус. изд. – М.: Международные отношения, 2002.- 632 с.