

**Бисер Кръстев**

**СЪВРЕМЕННИ АСПЕКТИ НА  
ПРОЕКТНОТО ФИНАНСИРАНЕ НА  
ПРЕДПРИЕМАЧЕСКАТА ДЕЙНОСТ**



**ГОДИШНИК НА ВУАРР**

**ТОМ IV**





*Бисер Йорданов Кръстев е роден в гр. Свищов през 1970 година. Там завършва средното и висшето си образование. От 1995 година постъпва на работа като асистент в СА „Д. А. Ценов“ – Свищов към катедра „Финанси и кредит“, където преподава различни учебни дисциплини на студенти, обучавани в образователно-квалификационните степени „бакалавър“ и „магистър“ в областта на финансите и банковото дело. През 2004 година придобива научната степен „доктор по икономика“. През 2011 година започва работа във ВУАРР – гр. Пловдив. От началото на 2013 година заема академичната длъжност „доцент“ в същото висше училище. Основните лекционни курсове, които е водил, са: Финанси, Корпоративни финанси, Банково дело, Теория на парите и кредита, Техника на данъчното облагане, Оперативен банков мениджмънт, Банков маркетинг, Банков анализ, Финансов анализ, Банкови сделки, Бюджет и бюджетна политика, Местни бюджети, Проектно финансиране и техники, Инвестиции, Финансово посредничество, Икономика и финансиране на здравеопазването и др. Ръководил е и семинарни занятия по посочените учебни дисциплини.*

*Научните му интереси са в областта на финансовия и банковия анализ, банковия маркетинг, банковия мениджмънт, проектното финансиране, корпоративните финанси и инвестициите. Автор и съавтор е на десетки публикации, сред които монографиите „Банков маркетинг“, „Анализ на финансовата дейност на банките в условията на криза“ и „Дистанционен анализ на банковата дейност“, учебниците по „Икономика на публичния сектор“, „Теория на парите и кредита“, „Банково обслужване на икономическите агенти“, „Банково дело“, „Практически банков мениджмънт“, „Финансов анализ“, „Банков анализ“, „Корпоративни финанси“, „Инвестиции“ и др. Специализирал е в университета на гр. Бохум, Германия, през 1997 година. Участвал е в научноизследователски проекти, финансирани от фонд „Научни изследвания“ и ОП „Развитие на човешките ресурси“.*

# CONTEMPORARY ASPECTS OF THE PROJECT FINANCING OF ENTREPRENEURIAL ACTIVITY

Biser Krastev

## **Abstract**

In recent years project financing is used widely in practice. It has established itself as an alternative form of financing of entrepreneurial activity. The project financing supports investment and enhances cooperation between economic agents involved in the investment process. The study describes different forms, techniques and sources of project financing used in the implementation of investment projects in various stages of their development. On the other side are analyzed trends in the evolution of volumes and structure of the global project finance and its separate forms and mechanisms of implementation. Finally is researched the role and importance of project financing for the development of business investment in global and national context.

**Keywords:** project finance, business angels, venture capital, mezzanine financing.

# СЪВРЕМЕННИ АСПЕКТИ НА ПРОЕКТНОТО ФИНАНСИРАНЕ НА ПРЕДПРИЕМАЧЕСКАТА ДЕЙНОСТ

Бисер Кръстев

## Резюме

През последните години проектното финансиране се използва все по-широко в практиката. То се утвърждава като алтернативна форма за финансиране на предприемаческата дейност. Чрез него се подпомага инвестиционната активност и се засилва сътрудничеството между икономическите агенти, участващи в инвестиционния процес. В студията са характеризирани различните форми, техники и източници на проектно финансиране, използвани при реализацията на инвестиционните проекти през различните етапи на тяхното развитие. Анализирани са задълбочено тенденциите в измененията на обемите и структурата на глобалното проектно финансиране и на отделни негови форми и механизми на осъществяване. Подчертани са ролята и значението на проектното финансиране за развитието на бизнес инвестициите в глобален и национален аспект.

**Ключови думи:** проектно финансиране, бизнес ангели, венчурен капитал, мецанин финансиране.

## ВЪВЕДЕНИЕ

Инвестиционната дейност може да се разглежда като катализатор за динамичното развитие на икономическите процеси в съвременното пазарно стопанство. За да се ускори реализацията на инвестиционните проекти в публичния и частния сектор на икономиката, са необходими значителни финансови ресурси. През последните десетилетия се използват разнообразни форми и техники за финансиране на инвестициите, като все по-често се прибегва до т.нар. проектно финансиране. Неговата роля и значение стават изключително важни и то се превръща в един от приоритетните механизми за осъществяване на инвестиционния процес в отделните сфери на обществения и икономическия живот. Чрез проектното финансиране се подпомага иновационната дейност и се задълбочава сътрудничеството между участващите в инвестиционния процес стопански субекти. Ето защо **актуалността** на изследваната проблематика е безспорна.

**Обект** на изследване в настоящата студия са спецификите на проектното финансиране като алтернативна техника за финансиране на предприемаческата дейност.

**Предмет** на изследване са различните форми и източници на проектно финансиране, които се използват при реализацията на инвестиционните проекти през различните етапи на тяхното развитие.

**Целта** на научното изследване е да се разкрият ролята и значението на проектното финансиране за развитието на бизнес инвестициите в глобален и национален аспект.

## СЪЩНОСТ, РОЛЯ И ЗНАЧЕНИЕ НА ПРОЕКТНОТО ФИНАНСИРАНЕ

В исторически план е известно, че първата сделка, получила впоследствие названието проектно финансиране, е сключена през 30-те години на миналия век в американския щат Тексас във връзка с финансирането на проект за създаване на нефтодобивна компания. През последните три десетилетия на XX век проектното финансиране намира широко приложение в енергетиката, телекомуникациите и при изграждането на различни инфраструктурни обекти (пътища, летища, пристанища, нефтопроводи, газопроводи, съоръжения за преработка на отпадъци и др.). Проектното финансиране се отличава съществено от другите техники на финансиране на предприемаческата дейност и се характеризира с редица **особености**.

Първата от тях е, че при реализацията на даден инвестиционен проект се създава **специална проектна компания – SPV (Special Purpose Vehicle)**, която привлича разнообразни финансови, материални и човешки ресурси за неговото осъществяване и урежда финансовите си взаимоотношения с кредиторите и инвеститорите чрез паричните постъпления, генерирани от конкретния инвестиционен проект.

Втората особеност на проектното финансиране е свързана с обстоятелството, че **специалната проектна компания не разполага с активи, чрез които да обезпечи изплащането на ползваните заемни капитали**, необходими за първоначалния стадий на изграждането на инвестиционния обект. Изплащането на привлечените чужди капитали се гарантира единствено от паричните постъпления, реализирани при експлоатацията на инвестиционния проект. Поради тази причина проектното финансиране е свързано с поемането на висок риск от неиздължаване на привлечените заемни капитали.

Третата особеност на проектното финансиране е свързана с **наличието на разнообразни финансови инструменти, техники и форми на финансиране на инвестиционния проект** и сключването на разнообразни договори с различни контрагенти, за да може той да се реализира успешно и в пълна степен<sup>1</sup>.

Четвъртата особеност на проектното финансиране е, че при него се наблюдава **високо съотношение на заемния капитал спрямо собствения капитал (висок финансов ливъридж)**, като относителния дял на дълговото финансиране достига до 90% от общата стойност на проекта.

Петата особеност на проектното финансиране е свързана с **ограничеността в полезния срок на експлоатация на инвестиционния проект**, която се предопределя от сроковете на действие на сключените договори или получени лицензии, както и от величината на запасите на добиваните или преработвани природни ресурси. Във връзка с това заемите, с които е финансиран проекта, е необходимо да бъдат погасени в пълен размер до края на срока на неговото използване<sup>2</sup>.

При вземането на решения за проектно финансиране се разработват прогнози за бъдещото развитие на входящите и изходящи парични потоци по проекта и за финансовото състояние на

---

<sup>1</sup> Вж. напр.: Никонова, И. А., Проектный анализ и проектное финансирование, Издательство „Альпина Пабlishер“, Москва, 2012, с. 81.

<sup>2</sup> Вж.: Йескомб, Э. Р., Принципы проектного финансирования, Издательство „Альпина Пабlishер“, Москва, 2015, с. 19-20.

специалната проектна компания. В този смисъл то е тясно свързано с ефективността от реализацията и експлоатацията на конкретния инвестиционен проект.

Освен изброените особености, за проектното финансиране са характерни следните **принципи**<sup>3</sup>:

- разпределение на рисковете между заинтересованите страни по проекта и техния мониторинг;
- използване на специфични показатели за оценяване ефективността на инвестиционния проект;
- избор на доставчици и подизпълнители чрез търг или конкурс;
- развита система на договорни отношения;
- комплексен мониторинг в процеса на реализацията на проекта.

**Участниците** в процеса на проектното финансиране могат да се представят схематично на следващата Фигура 1.



**Фиг. 1.** Участници в процеса на проектното финансиране

*Инициаторите* са лица, които инвестират свои собствени и заемни капитали в проекта, поемайки свързаните с него рискове. Към тях се причисляват министерствата, общините, държавните и общински предприятия, финансовите институции, местните и чуждестранни частни търговски дружества, както и физическите лица. Инициаторите решават самостоятелно какви ще бъдат сумите и

<sup>3</sup> Никонова, И. А., Цит. съч., с. 82.

сроковете на предоставените за реализацията на проекта финансови ресурси. Те осъществяват контрол върху целевото изразходване на вложените капитали и определят каква ще бъде ефективността на инвестицията.

**Кредиторите** предоставят кредити за финансирането на проекта. Най-често това са национални, чуждестранни или международни банкови и финансови институции (Световна банка, Европейска банка за възстановяване и развитие, Европейска инвестиционна банка и др.).

**Изпълнителите** са лица, които извършват различни дейности по сключени с проектната компания договори за възлагане на обществени поръчки, за строително-монтажни работи, за доставка и монтаж на оборудване и др.

**Консултантите** са лица, извършващи инженерингови, проектантски, юридически, финансови и други консултантски услуги.

**Потребителите** са физически и юридически лица, които използват продуктите и услугите, генерирани от инвестиционния проект. Те могат да съвпадат с инициаторите, но ако са самостоятелни субекти, е необходимо да уредят отношенията си с проектната компания чрез договор.

**Застрахователното дружество** застрахова имуществото на специалната проектна компания и покрива щетите от различни застрахователни събития.

**Доставчиците** доставят както машини, съоръжения и оборудване, необходими за организирането и стартирането на производствения процес, така и суровини, материали и резервни части, необходими за нормалното функциониране на влезлия в експлоатация инвестиционен обект.

**Държавните органи** могат да сключват лицензионни и концесионни договори с проектната компания, да осъществяват строителен надзор в процеса на изграждането на инвестиционния обект, да предоставят данъчни преференции и др.

**Строителната компания** изгражда инвестиционния обект съгласно клаузите в договора за строително-монтажни работи и строителната документация.

В специализираната икономическа литература се срещат различни определения, които разкриват **същността на проектното финансиране**.

Така например според Филип Беноа то се отъждествява със структура, чрез която инициаторите привличат финансираща

институция за конкретен инвестиционен проект въз основа на очакваните от проекта приходи, а не в зависимост от стойността на техните активи. В този смисъл проектното финансиране позволява на инициаторите да избегнат предоставянето на право на регрес на финансиращата институция към техните активи при постигането на незадоволителни резултати от експлоатацията на обекта, което им предоставя възможност да финансират изграждането му задбалансово<sup>4</sup>.

Според И. Никонова проектното финансиране може да се дефинира като мултиинструментална форма за финансиране на специално създадена за реализацията на проекта компания, при която бъдещите парични потоци от проекта служат като основно обезпечение за издължаване на заемните средства и за изплащане на доходите към инвеститорите<sup>5</sup>.

Според В. Степанова проектното финансиране е система от взаимосвързани участници, формирана на принципа на интегрираност за реализация на проекта, в която източникът за погасяване на задълженията и изплащането на доходите са паричните потоци, генерирани в резултат на реализацията на самия инвестиционен проект, чиито активи се използват като обезпечение по кредита<sup>6</sup>.

Изхождайки от теоретичните постановки, съдържащи се в посочените по-горе определения, както и в зависимост от натрупания практически опит, **проектното финансиране** може да бъде формулирано по следния начин: *специфична форма на финансиране на новосъздадена специална проектна компания, при която бъдещите парични потоци, генерирани от инвестиционния проект, се използват като източник на издължаване на заемните капитали, получени от кредиторите и като гаранция за изплащане на доходите към инвеститорите.*

Ролята и значението на проектното финансиране в глобален аспект са изключително важни. В Таблица 1 са посочени стойностните обеми на глобалното проектно финансиране по икономически сектори през периода 2011-2015 година. От данните в нея е видно, че през 2012 година общият обем на глобалното проектно финансиране е най-нисък и възлиза на 198745,6 млн. USD, след което той се увеличава непрекъснато и достига до 277214,7 млн. USD към края на 2015 година.

---

<sup>4</sup> Вж. напр.: Benoit, Ph., Project Finance at the World Bank. An Overview of Policies and Instruments, World Bank Technical Paper Number 312, The World Bank, Washington, D.C., 1996, pp. 7-8.

<sup>5</sup> Вж.: Никонова, И. А., Цит. съч., с. 81.

<sup>6</sup> Вж.: Степанова, В. С., Формирование системы проектного финансирования коммерческими банками, Диссертация, Хабаровск, 2004, с. 88.

От друга страна, прави впечатление, че секторите, които привличат най-големи обеми проектно финансиране, са енергетиката, транспортът и добивът на нефт и газ, а най-малко капитали се насочват за финансиране на проекти, свързани с развитието на телекомуникациите, преработването на отпадъци и селското и горско стопанство. Значително финансиране привличат секторите нефтохимия, недвижими имоти и развлечения, преработваща индустрия, минна индустрия и водоснабдяване и канализация.

**Таблица 1.** Обем на глобалното проектно финансиране по сектори през периода 2011-2015 г. (в млн. USD)<sup>7</sup>

<b>Икономически сектори</b>	<b>2011 г.</b>	<b>2012 г.</b>	<b>2013 г.</b>	<b>2014 г.</b>	<b>2015 г.</b>
Енергетика	80 498,8	66 307,7	69 379,7	83 533,5	106 338,1
Транспорт	43 607,4	40 466,6	40 765,5	51 122,5	61 903,3
Добив на нефт и газ	38 834,7	60 233,7	39 562,4	66 005,0	56 017,7
Нефтохимия	4 614,8	4 417,8	10 719,0	11 189,5	13 592,1
Недвижими имоти и развлечения	15 439,1	10 303,2	7 872,0	9 028,4	11 203,5
Преработваща индустрия	12 154,9	6 833,2	16 768,3	16 015,0	12 097,1
Водоснабдяване и канализация	997,2	3 240,8	7 085,9	1 161,2	6 049,1
Минна индустрия	10 822,6	4 571,2	5 654,2	18 880,6	8 637,3
Телекомуникации	5 314,0	1 529,1	4 332,1	1 847,2	1 064,5
Преработване на отпадъци	724,1	842,3	1 887,4	853,2	312,0
Селско и горско стопанство	479,0	0,0	0,0	88,7	0,0
<b>Общо:</b>	<b>213 486,6</b>	<b>198 745,6</b>	<b>204 026,5</b>	<b>259 724,8</b>	<b>277 214,7</b>

В Таблица 2 е представена структурата на глобалното проектно финансиране по икономически сектори. През всяка една от годините на анализирания период относителният дял на енергийния сектор е най-висок и се колебае в диапазона от 32,2% до 38,4%. Транспортът привлича около 1/5 от финансирането, а дялът на добива на нефт и газ варира силно от 18,2% през 2011 година до 30,3% през 2012 година. Останалите икономически сектори имат сравнително ниски дялове на привлеченото проектно финансиране, като общият относителен дял на

<sup>7</sup> Данните са ползвани от годишните издания на International Financing Review *PFI Financial League Tables* за периода 2011-2015 година и са достъпни на интернет адрес: <http://www.ifre.com/?&m=0&src=http://www.ifre.com/hybrid.asp?typecode=68&pubcode=1&navcode=386>

преработването на отпадъци и селското и горско стопанство е под 1,0% от общата му стойност.

**Таблица 2.** Секторна структура на глобалното проектно финансиране през периода 2011-2015 г. (в % спрямо общата сума)

<b>Икономически сектори</b>	<b>2011 г.</b>	<b>2012 г.</b>	<b>2013 г.</b>	<b>2014 г.</b>	<b>2015 г.</b>
Енергетика	37,7%	33,4%	34,0%	32,2%	38,4%
Транспорт	20,4%	20,4%	20,0%	19,7%	22,3%
Добив на нефт и газ	18,2%	30,3%	19,4%	25,4%	20,2%
Нефтохимия	2,2%	2,2%	5,3%	4,3%	4,9%
Недвижими имоти и развлечения	7,2%	5,2%	3,9%	3,5%	4,0%
Преработваща индустрия	5,7%	3,4%	8,2%	6,2%	4,4%
Водоснабдяване и канализация	0,5%	1,6%	3,5%	0,4%	2,2%
Минна индустрия	5,1%	2,3%	2,8%	7,3%	3,1%
Телекомуникации	2,5%	0,8%	2,1%	0,7%	0,4%
Преработване на отпадъци	0,3%	0,4%	0,9%	0,3%	0,1%
Селско и горско стопанство	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Общо:</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Следващите Таблицы 3 и 4 съдържат данни за обема на глобалното проектно финансиране по региони и за неговата регионална структура през периода 2011-2015 година.

Ако се проследи динамиката на проектно финансиране по регионален признак, се открояват някои интересни тенденции. Единственият регион, при който се наблюдава непрекъснат ръст на привлеченото проектно финансиране, е Америка, а в Азия и Океания се отчита намаление. След неблагоприятната за региона на Европа, Средния Изток и Африка 2012 година той става все по-атрактивен и обемът на привлеченото за инвестиции в различни проекти финансиране до края на 2015 година надвишава този на Америка и Азия и Океания.

Подобни тенденции се наблюдават и по отношение на промените в регионалната структура на глобалното проектно финансиране. През първите две години на анализирания период относителният дял на привлеченото от Азия и Океания проектно финансиране е най-висок в сравнение с останалите региони. През 2015 година регионът на Европа, Средния Изток и Африка става водещ с 39,0% от общата му сума, следван от този на Америка – 33,5%, а Азия

и Океания успяват да привлекат едва 27,5% от глобалното проектно финансиране.

**Таблица 3.** Обем на глобалното проектно финансиране по региони през периода 2011-2015 г. (в млн. USD)<sup>8</sup>

Региони	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Европа, Среден Изток и Африка	83 339,8	67 902,3	88 960,8	95 087,1	108 190,5
Азия и Океания	91 763,7	91 522,7	63 645,5	72 279,3	76 262,9
Америка	38 383,1	39 320,6	51 420,2	92 358,4	92 761,3
<b>Общо:</b>	<b>213 486,6</b>	<b>198 745,6</b>	<b>204 026,5</b>	<b>259 724,8</b>	<b>277 214,7</b>

**Таблица 4.** Регионална структура на глобалното проектно финансиране през периода 2011-2015 г. (в % спрямо общата сума)

Региони	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Европа, Среден Изток и Африка	39,0%	34,2%	43,6%	36,6%	39,0%
Азия и Океания	43,0%	46,0%	31,2%	27,8%	27,5%
Америка	18,0%	19,8%	25,2%	35,6%	33,5%
<b>Общо:</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

В България проектното финансиране не е толкова широко разпространено, но също намира приложение. През 2011 година е реализиран един проект на стойност 153,0 млн. USD, през 2012 година са финансирани два проекта на обща стойност 131,8 млн. USD, през 2013 година е реализиран един проект за 14,3 млн. USD, през 2014 година – един проект за 125,0 млн. USD и през 2015 година – също един проект на стойност 150,0 млн. USD.

### **СПЕЦИФИКА НА ПРОЕКТНОТО ФИНАНСИРАНЕ НА НОВ ПРЕДПРИЕМАЧЕСКИ БИЗНЕС**

Предприемаческата дейност и иновациите стоят в основата на икономическото развитие и създаването на нови работни места. Ето защо тяхната роля в развитието на социално-икономическия живот е изключително важна. Тъй като всяка нова бизнес идея изисква първоначално финансиране, а резултатът от нея е трудно определим и

<sup>8</sup> Данните са ползвани от годишните издания на International Financing Review *PFI Financial League Tables* за периода 2011-2015 година и са достъпни на интернет адрес: <http://www.ifre.com/?&m=0&src=http://www.ifre.com/hybrid.asp?typecode=68&pubcode=1&navcode=386>

несигурен, търговските банки и другите традиционни финансови институции оказват много малка подкрепа за развитието на иновационната дейност. Поради тази причина през ранните етапи от развитието на бизнес организацията нейното финансиране се осъществява от частни инвеститори или специализирани посредници с използването на алтернативни финансови инструменти и техники.

В специализираната икономическа литература иновацията е въведена като икономическа категория от Й. Шумпетер. Според него тя се среща в пет разновидности<sup>9</sup>:

- като създаване на нов продукт или като добавяне на нови качества, свойства и функционални характеристики на вече съществуващ продукт;
- като внедряване на нова технология на производство или създаване на нова организация на търговската дейност;
- като завладяване на нов пазар;
- като откриване на нов суровинен източник или материал;
- като провеждане на реорганизации в системата на управление на социално-икономическата дейност.

**Иновациите** са научни открития и постижения, чието прилагане води до повишаване на ефективността от функционирането на бизнес организациите<sup>10</sup>. Те могат да се дефинират и като *създаване, усвояване или усъвършенстване на нови технологии, нови продукти или услуги, както и решения от производствен, организационен, социален, икономически, финансов или друг характер, които, в резултат на тяхното внедряване и приложение, оказват положителен ефект върху стопанските субекти*<sup>11</sup>.

Иновациите се характеризират със слените **особености**<sup>12</sup>:

- те не са единично и рядко явление, а се осъществяват в различни епохи, в разнообразни сфери и в разнообразни форми;
- в основата на иновациите стоят специфични знания и научни открития;
- те се характеризират с високо равнище на риска и с висока степен на неопределеност на крайния резултат;
- необходимо е да бъдат внедрени в практиката;

---

<sup>9</sup> Цит. по: Вертакова, Ю. В., Е. С. Симоненко, Управление иновациями: теория и практика, Издателство „Ексмо“, Москва, 2008, с. 7-8.

<sup>10</sup> Вж.: Голубев, А. А., Экономика и управление иновационной деятельностью. Учебное пособие, Издателство СПбГУ ИТМО, Санкт-Петербург, 2012, с. 7.

<sup>11</sup> Венский, В. Л., Иновации: сущность, содержание и классификация, Весник БДУ, Сер. 3, №2, 2008, с. 69.

<sup>12</sup> Вж.: Грасмик, К. И., Иновации: сущность, виды, особенности управления, сп. „Качество. Иновации. Образование“, №2, 2008, с. 30.

- в резултат на иновациите се създава нова потребителска изгода, подобряват се съществуващите характеристики на продукта и се снижават разходите за неговото производство;

- иновациите не са еднократен акт, а кумулативен процес на практическо приложение на новите знания;

- чрез тях се създават положителни социално-икономически ефекти за определен период.

**Иновационната дейност** е свързана с използване и комерсиализация на резултатите от научните изследвания, насочени към разширяване и обновяване на асортимента и към подобряване качеството на предлаганите продукти, усъвършенстване на технологията за тяхното производство и ефективната им реализация на пазара. Тя съдържа комплекс от научни, технологични, организационни, финансови и търговски мероприятия, които водят до появата на иновации<sup>13</sup>. С други думи иновационната дейност е съвместна дейност на множество пазарни участници в рамките на иновационния процес с цел създаването и реализацията на иновацията.

Най-общо **иновационният процес** е дейност, при която предприемаческата идея получава икономическо съдържание. По-конкретно той може да се дефинира като *съвкупност от паралелни и последователни дейности, насочени към създаването на нови продукти и услуги и тяхната успешна реализация с цел постигане на определени икономически резултати*.

Иновационният процес има цикличен характер и преминава през различни **етапи**. Основните от тях са изследването, разработката, внедряването и използването на новия продукт. Те са посочени на Фигура 2<sup>14</sup>.

Иновационният процес започва с етапа на **изследване**. Изследванията, свързани със създаването на иновациите, са фундаментални и приложни.

**Фундаменталните изследвания** са насочени към получаването на нови знания, резултатът от които е създаването на нови научни теории и научни открития. Тези фундаментални изследвания се провеждат във висшите училища, университетите и в специализираните научно-изследователски организации.

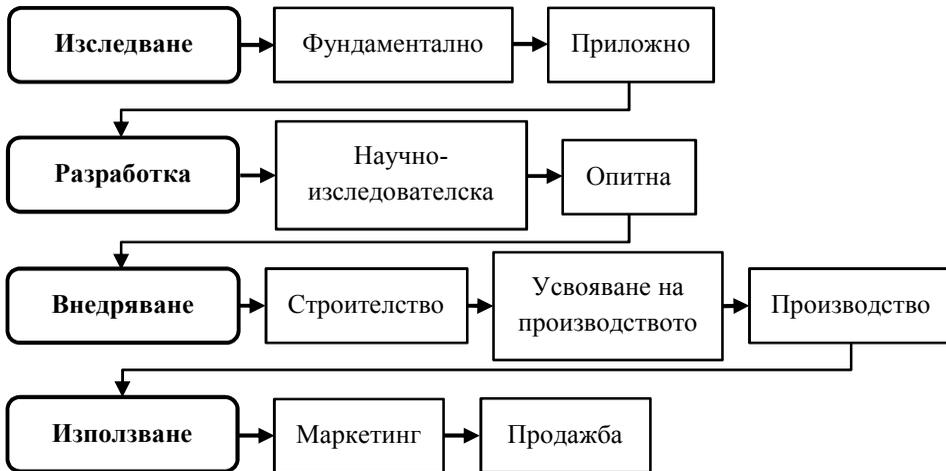
Чрез **приложните изследвания** се търсят възможности за прилагане на резултатите от фундаменталните изследвания в различни

---

<sup>13</sup> Жариков, В. В. и др., Управление инновационными процессами, Издательство ТГТУ, Тамбов, 2009, с. 9.

<sup>14</sup> Вж.: Голубев, А. А., Цит. съч., с. 12.

области на обществения и икономическия живот. Те са високорискови и често водят до негативен резултат.



Фиг. 2. Етапи на протичане на иновационния процес

По време на **разработката** на бъдещия продукт се стига до неговото научно описание. То става възможно в резултат на **научноизследователската работа**, изразяваща се в разработването на принципна схема на неговите функционални характеристики и експлоатационни параметри.

При достигането до етапа на **опитната (опитно-конструкторската) разработка** се изготвя проектно-сметната документация и се създават и изпитват опитни образци. Ако през този етап научните изследвания и експерименталното производство завършат успешно, се преминава към внедряването на новия продукт.

Етапът на **внедряване** започва с изграждане на производствената площадка и **строителство** на производствените сгради и съоръжения. Следва доставяне и монтиране на машините и оборудването.

При **усвояването на производството** се въвежда новата технология и организация на производствения процес и се достига предвидената в проектно-сметната документация проектна мощност.

През етапа на **производство** новите продукти се произвеждат от компанията при пълно договорно осигуряване с материални, човешки и финансови ресурси.

По време на заключителния етап на **използване** на иновацията се цели нейната реализация на пазара с цел получаване на положителни финансови резултати. Първоначално се проучват потребителските нагласи на потенциалните купувачи, провежда се рекламна кампания за популяризиране свойствата, характеристиките и качеството на новия продукт, проучват се позициите на конкурентите и т.н. Тези проучвания се извършват през етапа на **маркетинговата дейност**.

Накрая се пристъпва към етапа на **продажба** на готовия продукт. През него се организира дейността на пласментните отдели и се разработват каналите за неговата дистрибуция.

Иновационният процес не завършва с внедряването и реализацията на новия продукт на пазара, тъй като последният може да се усъвършенства допълнително, да придобие нови свойства и да стане по-ефективен. Така могат да се създадат нови продукти, нови технологии, да се разкрият нови пазари и в крайна сметка иновационният процес да продължи<sup>15</sup>.

Всяка бизнес организация се стреми да наложи и реализира дадена иновационна идея, въз основа на която се разработва конкретен иновационен проект. Този проект преминава през отделни **етапи на развитие**. Те са следните<sup>16</sup>.

- етап на посев (seed);
- стартов етап (start-up);
- етап на ранен ръст (early growth);
- етап на разширение (expansion);
- етап на изход (exit).

През тези етапи се използват различни източници на финансиране, които са съобразени и с паричните потоци, които се генерират от иновационния проект. Връзката между тях е представена на Фигура 3.

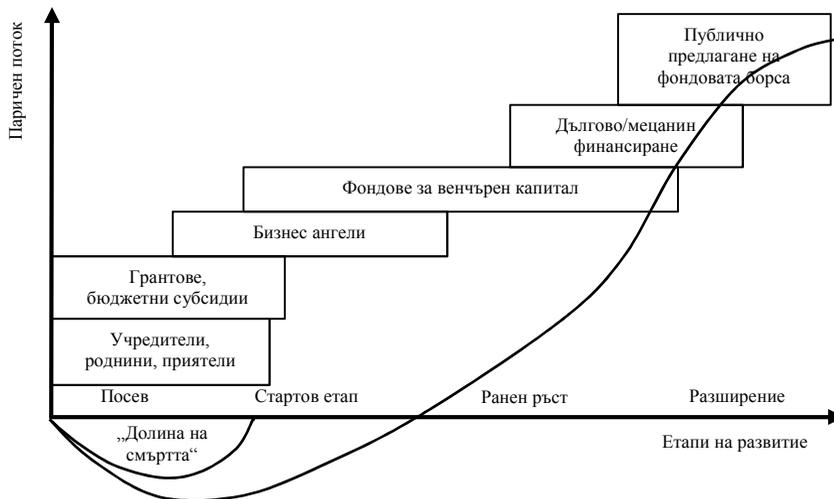
*Личните средства на учредителите, заедно с тези на техните семейства, на техни приятели и на някои глупаци (т. нар. „3F“)<sup>17</sup>, са важен източник за финансиране на първия стадий от развитието на проекта, но не са достатъчни като размер за пълното му реализиране. Новосъздаденото предприятие няма кредитна история, не разполага с*

<sup>15</sup> Относно развитието на инвестиционния процес виж по-подр.: Городова, И. Б., Управление иновационными процессами, Издательство КемТИПП, Кемерово, 2005, с. 13-17.

<sup>16</sup> Вж. напр.: Ерошкин, А. М. и др., Финансирование инновационного развития: теория и практика, Издательство „Нестор-история“, Санкт-Петербург, 2012, с. 51.

<sup>17</sup> „3F“ – абревиатура, съставена от първите букви на английските думи *family* (семејство), *friends* (приятели) и *fools* (глупаци, тъпаци).

активи, които да използва като обезпечение, а и няма доказателства за евентуалната икономическа ефективност на новия продукт или технология. Бъдещите парични потоци са несигурни и трудноопределими. В този контекст проектът се оценява като високорисков от потенциалните инвеститори и традиционните източници за неговото финансиране не са достъпни.



**Фиг. 3.** Етапи на развитие, паричен поток и източници на финансиране на проекта<sup>18</sup>

През етапа на посев финансирането може да бъде допълнено с привличане на финансови ресурси чрез участие в *грантови схеми*, както и чрез получаване на *бюджетни субсидии*, при които финансирането е безвъзмездно. Когато предприятието успее да привлече недостигащото му финансиране от тези източници, иновативният проект обикновено излиза от т.нар. „долина на смъртта“. Това е своеобразен атестат за жизнеспособността на иновативния продукт и на предприятието като цяло. В бъдеще то може да разчита в много по-голяма степен на привличане на частен капитал с цел финансиране на бъдещото си развитие.

<sup>18</sup> Фигурата е адаптирана по изданието на Организацията на обединените нации: Финансирование иновационного развития: Сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН в области финансирования предприятий на ранних этапах развития, Женева, 2007, с. 4.

## Проектно финансиране с участието на бизнес ангели

**Бизнес ангелите** са частни инвеститори (предимно физически и по-рядко юридически лица), които влагат свои собствени средства в рисков иновационни проекти през ранните етапи от тяхното развитие. Те придобиват значителни дялове от капитала на дадена стартираща компания. Целта на бизнес ангелите е да увеличат пазарната стойност на компанията и да продадат своя дял на по-късен етап от нейния жизнен цикъл, като получат за него значително по-висока цена от първоначално вложената сума.

**Таблица 5.** Дейност на бизнес ангелите през периода 2011-2015 г.<sup>19</sup>

Години	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Брой на бизнес ангелите	318 480	268 160	298 800	316 000	304 930
Брой на финансираните проекти	66 230	67 030	70 730	73 400	71 110
Обем на инвестициите (в млрд. USD)	22,5	22,9	24,8	24,1	24,6
Годишна доходност	18,30%	21,30%	21,60%	19,20%	18,00%
Средна стойност на финансирането на един проект (в USD)	339 725	341 638	350 629	328 338	345 943

В Таблица 5 са представени данни за развитието на дейността на бизнес ангелите през периода 2011-2015 година. Техният брой се колебае около 300000. Финансираните от тях проекти са между 66230 и 73400 годишно. Обемът на инвестираните средства достига до 24,8 млрд. USD през 2013 година. Годишната доходност, която реализират бизнес ангелите, се движи в диапазона от 18,00% до 21,60%. Средната стойност на финансирането на един проект възлиза на около 330000-350000 USD. Секторите, в които се инвестира приоритетно, са софтуер, здравеопазване, биотехнологии, информационни технологии, продажби на дребно, индустрия, енергетика, медии, финансови услуги и др.

През последните години бизнес ангелите формират национални и международни мрежи и асоциации, които координират тяхната дейност и им предоставят възможност да участват в по-многобройни и по-мащабни проекти. *Мрежата от бизнес ангели* е организация,

<sup>19</sup> Данните са ползвани от годишните аналитични доклади на Center for Venture Research за периода 2011-2015 година, достъпни на интернет адрес: <http://paulcollege.unh.edu/research/center-venture-research/cvr-analysis-reports>

създадена с цел да улеснява връзката между предприемачите и бизнес ангелите. Тя изпълнява две основни функции<sup>20</sup>:

- насърчаване на сделките, извършвани от нейните членове, включително и подпомагане създаването на синдикати за инвестиции в конкретни проекти;

- представляване и защитаване интересите на бизнес ангелите на национално и международно равнище.

В България през месец февруари 2015 година е учредена Българската асоциация на бизнес ангелите (БАБА). Тя е член на Европейската мрежа на бизнес ангелите (*European Business Angel Network – EBAN*), която е основана през 1999 година. В САЩ от 2004 година работи Асоциацията на ангелския капитал (*Angel Capital Association – ACA*), обединяваща над 100 от най-големите мрежи от бизнес ангели в страната. През 2007 година е създадена Световната асоциация на бизнес ангелите (*World Business Angels Association – WBAA*), в която членуват множество подобни национални и регионални организации.

**Основните цели** на Българската асоциация на бизнес ангелите са следните<sup>21</sup>:

- да подпомага инициативи, насочени към създаване на собствен бизнес, осигурявайки финансова подкрепа от бизнес ангели, институции и компании;

- да улеснява достъпа и разширява опциите за финансиране на предприемаческата дейност;

- да сътрудничи със стопански и нестопански организации в областта с цел подпомагане на предприемаческата среда и повишаване на инвестиционната активност;

- да участва и поддържа връзка с всички страни в предприемаческата система, като бизнес ангели, бизнес ангелски групи, рискови инвеститори, компании за дялово инвестиране и други инвестиционни организации, с цел подпомагане и реализиране на устойчиво развитие на предприемаческия процес;

- да разширява възможностите за инвестиции в страната както на местни, така и на чужди инвеститори;

---

<sup>20</sup> Вж.: Насърчаване на дейностите на бизнес ангелите в подкрепа на растежа на МСП, Наръчник на Европейската комисия, 2015, с. 19, достъпен на интернет адрес: [http://een.dobrich.net/wp-content/uploads/2016/03/ETBN15002BGN\\_002.pdf](http://een.dobrich.net/wp-content/uploads/2016/03/ETBN15002BGN_002.pdf)

<sup>21</sup> За подробности виж повече информация на официалната интернет страница на Българската асоциация на бизнес ангелите: <http://bulgariaangels.org/>

- да поддържа връзка с международни организации на бизнес ангели с цел популяризиране на страната като атрактивна дестинация за инвестиции и подпомагане на предприемаческата среда;

- да установява, поддържа и стимулира предприемаческа дейност и инвестициите в научната и иноваторска дейност в страната.

Примери за успешни инвестиции с участието на бизнес ангели в световната практика са Skype, Google, Uber, Facebook, Twitter, Amazon.com, Apple Computer и много други, а в България – Телерик, Фадата, Флипс Медиа. Така например бизнес ангелът Thomas Alberg инвестира 100000 USD в развитието на интернет магазина Amazon.com, като впоследствие продава своя дял за 26000000 USD или 260 пъти над първоначалната му стойност. Kevin Leech инвестира в компанията ML Laboratories, която разработва продукти в областта на лечението на бъбречни заболявания 50000 GBP, а продава дела си в нея за 71000000 GBP, реализирайки 1420 пъти ръст на първоначално вложените собствени капитали. Бизнес ангелът Ian McGlenn придобива акции на компанията от козметичния сектор Body Shop за едва 4000 GBP, а ги продава 10500 пъти по скъпо, получавайки срещу тях 42000000 GBP.

### Венчърно финансиране

През стартовия етап от развитието на новия продукт и на дружеството, което го разработва, обикновено се използва финансиране чрез привличане на венчърен капитал. **Венчърният капитал (*venture capital*)** е особена форма на дългосрочен финансов ресурс, представляващ своеобразна симбиоза между финансов и интелектуален капитал, който се влага в различни високорискови иновационни проекти, имащи потенциал за висока степен на комерсиализация на продукта при излизането му на пазара<sup>22</sup>.

Венчърният капитал се характеризира с редица **особености**, най-важните сред които са следните:

- използва се през ранните етапи от финансирането на стартиращ нов бизнес;
- той е високорисков;
- предоставя се за дълъг период (7-12 години);

---

<sup>22</sup> Вж.: Валеев, Э. Р., Венчурный капитал как фактор модернизации экономики, сп. „Економические науки“, № 12, 2011, с. 94.

- не е ориентиран към изплащане на вложените средства под формата на лихви или на дивиденди, а към дългосрочно нарастване на тяхната стойност;

- инвеститорът придобива дялово участие в капитала на компанията;

- инвеститорът има стратегическо участие при вземането на управленски решения, свързани с реализацията на проекта;

- на практика венчърният капитал е съчетание между финансов капитал и интелектуален ресурс.

Икономическата същност на венчърния капитал се проявява чрез изпълняваните от него **функции**. Те са твърде разнообразни, но основните от тях са следните<sup>23</sup>:

- ✓ *разпределителна и преразпределителна функция* – изразява се в разпределение и преразпределение на доходите, получени от продажбата на създадения продукт, между рисковия инвеститор, предприемача и държавата;

- ✓ *акумулиране на временно свободните парични средства на инвеститорите*, разполагащи с венчърен капитал във фондове за венчърен капитал, предназначени за финансиране на перспективни и високоефективни проекти;

- ✓ *инвестиционно осигуряване на иновационната дейност* – състои се в насочване на венчърния капитал към финансиране на иновационната дейност на стопанските субекти;

- ✓ *комерсиализация на изследователската и иновационната дейност* – тази функция е свързана с формирането на предприемачески умения сред екипите в организациите, занимаващи се с изследователска и развойна дейност;

- ✓ *социална функция* – изразява се в създаването на нови работни места, нарастване на благосъстоянието на населението и оптимизация на потребителския избор;

- ✓ *контролна функция* – свързана е с контрола върху привличането и начина на изразходване на венчърния капитал както от страна на инвеститора, така и от страна на предприемача.

Чрез венчърното финансиране собственикът на венчърния капитал се стреми да спечели, инвестирайки в развитието на новите технологии, а от друга страна той се опитва да не загуби, а да увеличи значително стойността на своя капитал. От друга страна

---

<sup>23</sup> Вж.: Салахова, Ю. Ш., Финансовый механизм венчурного инвестирования как одного из источников финансирования инновационного процесса, Вестник Полоцкого государственного университета, серия D, № 5, 2015, с. 106-107.

предприемачът притежава правата върху иновационния продукт, но за да го създаде и комерсиализира, е необходимо да продаде част от дяловете в уставния капитал на иновативната компания и да изплати задълженията си към венчърния инвеститор, компенсирайки го финансово за поетия риск. Следователно венчърният капитал носи ползи и доходи както на инвеститора, така и на предприемача и в това се изразява неговия двойствен характер.

**Формите на инвестиции**, които се използват в световната индустрия на венчърния капитал, са следните<sup>24</sup>:

– венчърен капитал, предназначен за *финансиране дейността на стартиращи компании*;

– начален венчърен капитал, използван за *разработване на нови продукти и първоначален маркетинг*;

– венчърен капитал, предназначен за *осигуряване на растежа на компанията*;

– заместващ венчърен капитал, предназначен за *придобиване на дялове в съществуваща компания от друг частен инвеститор*;

– венчърен капитал, използван за *изкупуване на цялата или на част от компанията от съществуващи акционери*.

Венчърният бизнес се реализира най-често чрез формиране на **фондове за венчърен капитал**. В основата на тяхната дейност лежи стремежът за споделяне на рисковете с инициатора на проекта, продължителният срок на инвестиране, както и участието с определен размер в собствения капитал на иновативната компания в ранните етапи от нейното развитие. Фондовете за венчърен капитал се учредяват най-често като дружества с ограничена отговорност за определен срок (5-10 години) и се управляват от управляващо дружество. Притежатели на дялове в тези фондове са различни институционални инвеститори (пенсионни фондове, застрахователни дружества, инвестиционни дружества, търговски банки, големи корпорации и др.), но в тях могат да участват и богати частни инвеститори. Фондовете за венчърен капитал са възникнали първоначално в САЩ в средата на миналия век и по-късно се разпространяват в Западна Европа и останалата част на света.

Венчърните фондове извършват своята дейност, като се съобразяват с определени **принципи**, основните от които са следните<sup>25</sup>:

---

<sup>24</sup> Вж. напр.: Конарев, А., С. Константинова, Рисковият капитал и развитието на регионалните икономики, Годишник на ВУ Колеж по икономика и администрация, том VII, Издателство „Авто принт“, Пловдив, 2010, с. 19-20.

- осигуряване на висока доходност на инвестициите;
- възможност за репатриране на печалбата от инвестициите;
- надеждност и сигурност на инвестирането;
- привличане на управляващо дружество;
- инвестиране чрез колективни инвестиционни схеми и др.

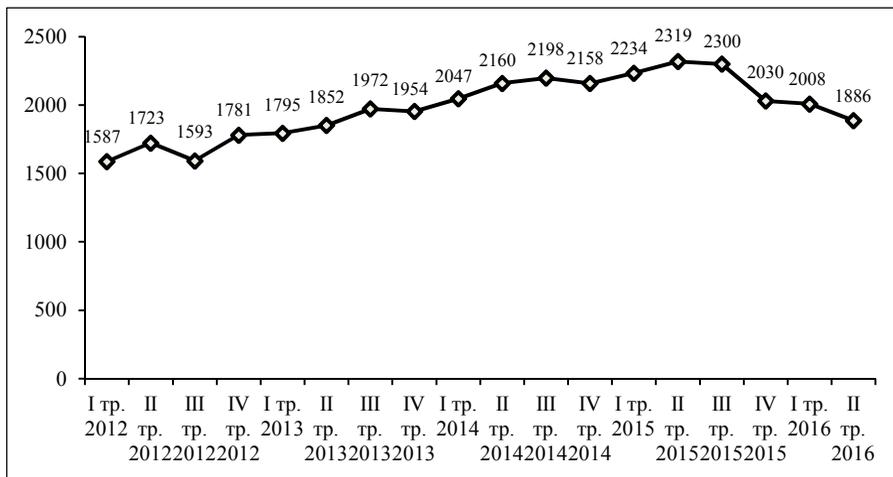
По подобие на бизнес ангелите, фондовете за венчърен капитал формират национални и международни асоциации. Така например в САЩ функционира Националната асоциация на венчърния капитал (*National Venture Capital Association – NVCA*), във Великобритания – Британската асоциация на частния и венчърния капитал (*British Private Equity and Venture Capital Association – BVCA*), а в България през 2015 година е учредена Българската асоциация на венчърния капитал (*БАВК*). На регионално равнище в Европа е създадена Европейската асоциация на венчърния и частния капитал (*European Venture Capital and Private Equity Association – EVCA*). Тези асоциации координират и подпомагат дейността на своите членове по отношение финансирането на новообразувани иновативни компании или на съществуващи компании с висок потенциал за растеж.

На фигура №4 е представена динамиката на броя на сделките с различни компании в световен мащаб, финансирани с венчърни капитали на тримесечна база през периода от началото на 2012 година до края на второто тримесечие на 2016 година. Най-малък брой компании – 1587 са получили венчърно финансиране в началото на анализирания период, а през второто тримесечие на 2015 година броят им достига най-висока стойност – 2319. През следващите четири тримесечия той постепенно спада и се понижава до 1886 в края на анализирания период.

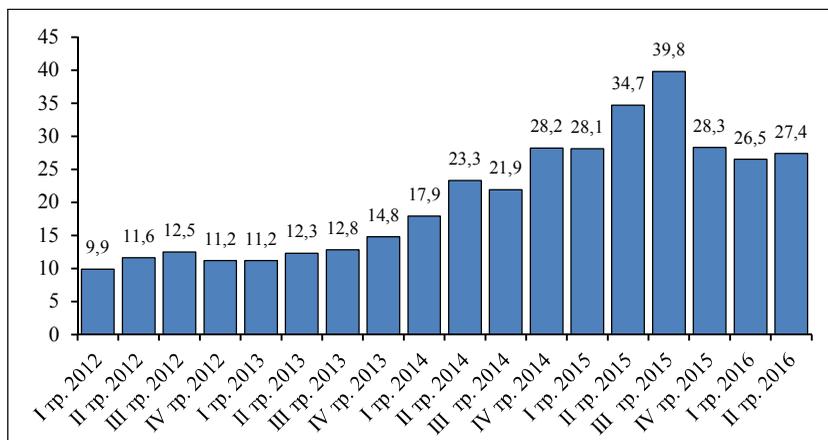
Изменението в обемите на глобалните венчърни инвестиции през отделни тримесечия на периода от началото на 2012 година до края на второто тримесечие на 2016 година е отразено на фигура №5. През 2012 и 2013 година те се колебаят в диапазона от 9,9 млрд. USD до 14,8 млрд. USD на тримесечие, като тенденцията е на леко повишение. От началото на 2014 година до третото тримесечие на 2015 година те нарастват с много по-високи темпове и достигат до 39,8 млрд. USD. Следва значително намаляване на величината на венчърните инвестиции, които се понижават до 27,4 млрд. USD през второто тримесечие на 2016 година.

---

<sup>25</sup> Вж.: Малашенкова, О. Ф., Теоретически основи международного венчурного инвестирования, в: „Беларусь и мировые экономические процессы: сборник научных статей“, Выпуск 8, БГУ, Минск, 2011, с. 72-74.



**Фиг. 4.** Динамика на глобалния брой на сделките, финансирани с венчърен капитал по тримесечия, през периода от 2012 до средата на 2016 г.<sup>26</sup>



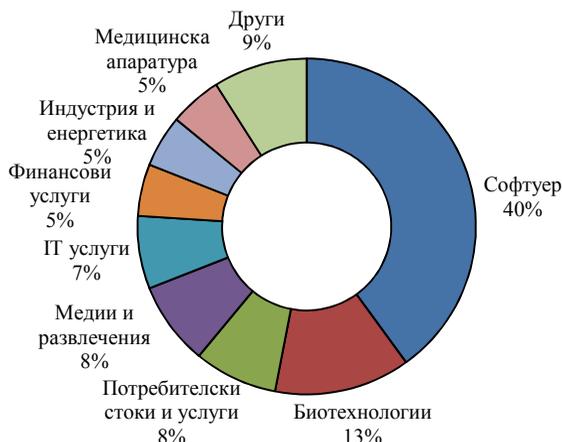
**Фиг. 5.** Динамика на обема на глобалните венчърни инвестиции по тримесечия през периода от 2012 до средата на 2016 г. (в млрд. USD)<sup>27</sup>

На следващата Фигура 6 са показани относителните дялове на венчърните инвестиции в САЩ по икономически сектори през 2015

<sup>26</sup> Фигурата е адаптирана според тримесечното издание на KPMG International and CB Insights: Venture Pulse, Q2'2016, Global Analysis of Venture Funding, July 19<sup>th</sup>, 2016, p. 11.

<sup>27</sup> Пак там, с. 11.

година според годишния доклад на Националната асоциация на венчърния капитал (NVCA)<sup>28</sup>. От данните в нея става ясно, че приоритетните сектори, към които се насочва венчърното финансиране в САЩ, са създаването на софтуер, биотехнологиите, потребителските стоки и услуги, медиите и развлеченията и ИТ услугите, които са привлекли съвкупно 76% от общата стойност на венчърните инвестиции.



**Фиг. 6.** Венчърни инвестиции в САЩ през 2015 г. по икономически сектори (в % от общата им стойност)

В Таблицы 6 и 7 са илюстрирани развитието на обема на венчърното финансиране и броя на компаниите, които са го получили в България през периода от влизането на страната в Европейския съюз през 2007 година до края на 2015 година<sup>29</sup>.

**Таблица 6.** Динамика на обема на венчърното финансиране в България през периода 2007-2015 г. (в хил. EUR)

Години	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Етап на посев	0	0	0	0	0	0	0	1 178	0
Стартов етап	0	3 771	1 600	1 328	100	88	4 718	758	1 100
По-късни етапи	3 322	4 548	2 437	0	324	0	380	397	0
<b>Общо:</b>	<b>3 322</b>	<b>8 319</b>	<b>4 037</b>	<b>1 328</b>	<b>424</b>	<b>88</b>	<b>5 098</b>	<b>2 333</b>	<b>1 100</b>

<sup>28</sup> Вж.: National Venture Capital Association 2016 Yearbook, Thomson Reuters, 2016, p. 13.

<sup>29</sup> Вж. по-подр.: European Private Equity Activity Data 2007-2015, Invest Europe Research, 6 May 2016, информацията е достъпна на интернет адрес: [http://www.investeurope.eu/media/477249/2007-2015-dataset-europe-country-tables-public-version\\_final.xlsx](http://www.investeurope.eu/media/477249/2007-2015-dataset-europe-country-tables-public-version_final.xlsx)

Най-висока стойност то отбелязва през 2008 година, когато достига до 8319 хил. EUR, а най-ниска е била стойността на венчърното финансиране у нас през 2012 година – едва 88 хил. EUR. Прави впечатление фактът, че венчърно финансиране през етапа на посев е привлечено единствено през 2014 година, като по-често то се използва за финансиране на стартиращ бизнес и за финансиране на по-късните етапи от развитието на иновативните компании (виж таблица №3).

**Таблица 7.** Брой компании, получили венчърно финансиране в България през периода 2007-2015 г.

Години	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Етап на посев	0	0	0	0	0	0	0	2	0
Стартов етап	0	4	1	3	1	2	3	1	1
По-късни етапи	1	3	2	0	1	0	1	2	0
<b>Общо:</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>1</b>

Броят на компаниите, получили венчърно финансиране у нас, отново е най-висок през 2008 година – 7 на брой (от които 4 стартиращи и 3 на по-късен етап от развитието си). През 2007 и през 2015 година само по една компания, оперираща в България, е получила венчърно финансиране, което говори за наличието на прекомерно висок инвестиционен риск, за липсата на достатъчен интерес от страна на венчърните фондове поради лошия бизнес климат у нас или за подобрите алтернативи, съществуващи в други държави от нашия регион.

### **ОСОБЕНОСТИ НА ПРОЕКТНОТО ФИНАНСИРАНЕ НА РАСТЕЖА НА БИЗНЕСА**

След като дадена компания премине през етапа на посев и през стартовия етап от своето развитие, нейният бизнес продължава да се разраства. За целта е необходимо компанията да привлече допълнително, по-голямо като размер финансиране. Ролята на бизнес ангелите вече е отминала, венчърното финансиране може да се използва още известно време, но то не е достатъчно като обем, за да задоволи постоянно нарастващите нужди на иновативната компания, която се развива с много високи темпове. От друга страна, тя вече има известна история и разполага с работещи активи, които ѝ носят доходи и които могат да бъдат използвани като обезпечение срещу ползване на дългово (заемно) финансиране.

## Дългово финансиране

При дълговото проектно финансиране може да се използва банков или друг вид кредит, като се подписва договор между кредитора и кредитополучателя. Обикновено на проектната компания се предоставя гратисен период на издължаване на кредита, който съвпада с инвестиционната фаза на реализацията на проекта плюс срока, необходим за натрупване на първото погашение по главницата. На нея често се предлагат и преференциални лихвени проценти, ако генерираните от проекта парични потоци не са достатъчно високи. Погасителните вноски могат да бъдат анюитетни, но това не винаги е възможно.

Лихвеният процент може да е договорен като *специален лихвен процент (dedicated interest rate)*, който се определя като фиксирана величина спрямо приходите от продажби или входящите парични потоци на проектната компания. Кредитиращата институция може да договори и т.нар. *роялти (royalty)*. Това не е банков лихвен процент, а е процент на участие в печалбата на проектната компания, който постъпва по сметка на кредитора за определен срок (например за срока на действие на лиценза за добиване на дадени полезни изкопаеми или метали, или за срока на действие на даден концесионен договор). Възможно е в кредитния договор да бъде включена клауза, според която кредитополучателят да плаща само лихва върху получената сума, а след изтичането на срока на заема главницата да бъде конвертирана в акции. В този случай става въпрос за предоставяне на т.нар. *конвертируем необезпечен фондов заем (convertible unsecured loan stock)*<sup>30</sup>.

Лихвеният процент може да се различава като размер и в зависимост от *фазите на инвестиционния процес*, през които е отпуснат кредита. Тези фази са следните: прединвестиционна, инвестиционна и експлоатационна.

През **прединвестиционната фаза** на инвестиционното проектиране се извършва разработване на инвестиционния проект, провеждат се предварителни технико-икономически изследвания, водят се преговори с потенциални инвеститори, избират се доставчици на суровини и материали, както и на машини, съоръжения и

---

<sup>30</sup> Вж. по-подр.: Никонова, И. А., А. Л. Смирнов, Проектно финансиране в России. Проблемы и направления развития, Издателство „Консалтбанкир“, Москва, 2016, с. 67-68.

оборудване. Прединвестиционната фаза се състои от редица етапи, най-важните от които са следните<sup>31</sup>:

- формулиране и обосноваване целта на проекта;
- разработване на технико-икономическа обосновка;
- съставяне на бизнесплан;
- избор на проектантска фирма и сключване на договор с нея за разработването на проекта;
- разработване на проектно-сметната документация;
- получаване на разрешение за реализирането на инвестиционния проект.

През прединвестиционната фаза финансирането се извършва най-често със собствени средства на предприемача, както и чрез привличане на финансови ресурси от бизнес ангели или от венчърни фондове. На практика не се ползва заемно финансиране.

През **инвестиционната фаза** се извършва фактическата реализация на инвестиционния проект. По-конкретно през нея се изграждат производствената площадка и производствените помещения, доставя се и се монтира оборудването, подбира се необходимия персонал, провежда се рекламна кампания и т.н. През тази фаза се формират дълготрайните активи на компанията, като за целта могат да се изразходват значителни заемни финансови ресурси. В инвестиционната фаза на проекта се включват:

- планирането на строително-ремонтните дейности и възлагането им на фирма изпълнител;
- сключването на договор за доставка и монтиране на поръчаните машини, съоръжения и оборудване;
- подборът и обучението на необходимия персонал;
- производството на опитни образци;
- достигането на проектната мощност;
- сключването на договор за реализация на готовата продукция.

През **експлоатационната фаза** компанията започва да произвежда определени количества готова продукция или да оказва определени услуги. С постъпленията от тяхната реализация тя започва да покрива своите инвестиционни разходи и да погасява получените заеми. Колкото по-продължително се използва инвестиционният обект, толкова по-голяма ще бъде величината на реализираните от него

---

<sup>31</sup> Вж. напр.: Меншенина, А. В., Инвестиции: Конспект лекций, Издателство ОмГУ, Омск, 2005, с. 17-20.

приходи. В рамките на експлоатационната фаза на проекта се осъществява:

- планирането на очакваните резултати;
- оценката на получените резултати;
- обезпечаването на ритмичността на производството;
- осигуряването на реализацията на продукцията;
- влагането на допълнителни финансови ресурси с цел повишаване ефективността на технологичния процес или разширяване капацитета на производството.

Договореният лихвен процент може да бъде по-висок по време на дълговото финансиране на инвестиционната фаза и по-нисък при финансирането на експлоатационната фаза на инвестиционния процес, което съответства на различната степен на проектния риск през съответните фази.

Разходите по финансирането се увеличават допълнително, ако проектът е крупен и се сключи договор за предоставянето на консорциален банков кредит. Проектната компания трябва да плати на банката организатор освен договорената лихва и допълнителна *такса за организация и акумулиране на финансирането (arrangement fee)*, която се колебае в диапазона от 0,7% до 1% от сумата на консорциалния кредит. Заплаща се и *такса за управление на банковия консорциум (management fee)*, която варира между 0,2% и 0,4% от сумата на заема, както и *такса за ангажимент (commitment fee)*. Банката агент по обслужването на кредита получава *такса за извършени агентски услуги по платежните операции (agent fee)*<sup>32</sup>. Банката организатор получава освен това *комисиона за комплексния анализ и оценка на проекта*.

В Таблица 8 са посочени десетте най-големи водещи банки-аранжори в света по обем на предоставените заеми за финансиране на разнообразни инвестиционни проекти през 2015 година. Тези банки-аранжори са акумулирали и предоставили през 2015 година заемен финансов ресурс на обща стойност 96864,2 млн. USD или 34,8% от обема на глобалното дългово проектно финансиране. От друга страна те са участвали в кредитирането на 777 различни инвестиционни проекта, реализирани по целия свят.

---

<sup>32</sup> Относно разновидностите на банковите такси при проектното финансиране вж. подр.: Gatti, S., *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, 2<sup>nd</sup> Edition, Academic Press, 2013, pp.183-188.

**Таблица 8.** Топ 10 на водещите банки аранжори в света през 2015 г.<sup>33</sup>

	Глобални водещи банки-аранжори	сума (в млн. USD)	% от общия обем	брой сделки
1	Mitsubishi UFJ	16126,8	5,8%	143
2	SMBC	12831,7	4,6%	108
3	Bank of Taiwan	12052,9	4,3%	1
4	State Bank of India	10854,6	3,9%	30
5	Mizuho Financial Group	8730,3	3,1%	79
6	Credit Agricole CIB	8285,5	3,0%	90
7	ING	7851,6	2,8%	89
8	Santander	6879,3	2,5%	91
9	BNP Paribas	6683,1	2,4%	76
10	Societe Generale	6568,4	2,4%	70
	<b>Общо:</b>	<b>96864,2</b>	<b>34,8%</b>	<b>777</b>

Ако се направи преглед кои държави са получили най-голям стойностен обем от глобалното дългово проектно финансиране през 2015 година, прави впечатление, че сред тях се открояват САЩ с реализирани 140 проекта на стойност 56535,1 млн. USD, Австралия с реализирани 49 сделки на обща стойност 25569,1 млн. USD и Великобритания с привлечено заемно финансиране по 56 различни проекта, възлизащо на 19699,3 млн. USD.

Информация за стойността на финансираните чрез заемен капитал проекти по отделни държави през 2015 година може да се получи от Таблица 9. В нея са посочени само първите 20 от тях в света, като България заема 66-то място от общо 81 държави с един проект на стойност 150 млн. USD, разработен у нас от канадската компания *Dundee Precious Metals Inc*, финансиран чрез консорциум от пет банки. Проектното финансиране е осигурено от банките *BNP Paribas*, *Raiffeisen Bank International*, *CIBC*, *RBC Capital Markets* и *UniCredit*, всяка една от които участва в консорциума с равен дял от по 30 млн. USD.

<sup>33</sup> Данните са ползвани от годишното издание на *International Financing Review PFI Financial League Tables* за 2015 година и са достъпни на интернет адрес: <http://www.ifre.com/?&m=0&src=http://www.ifre.com/hybrid.asp?typecode=68&pubcode=1&navcode=386>

**Таблица 9.** Топ 20 на държавите по обем на полученото дългово проектно финансиране през 2015 г.<sup>34</sup>

№	Държава	сума в млн. USD	№	Държава	сума в млн. USD
1	САЩ	56535,1	11	Мексико	7910,8
2	Австралия	25569,1	12	Германия	7830,9
3	Великобритания	19699,3	13	Испания	7403,1
4	Индия	16675,7	14	Швеция	5803,5
5	Саудитска Арабия	13077,5	15	Южна Корея	4605,5
6	Тайван	12052,9	16	Монголия	4407,0
7	Турция	10094,5	17	Нигерия	4242,1
8	Франция	9783,7	18	Чили	3373,0
9	Бразилия	9436,5	19	Япония	3263,9
10	Канада	8901,4	20	Филипини	3173,2

**Обезпеченията**, които се използват най-често при дълговото проектно финансиране, с цел да се гарантира изплащането на кредита към банката (банките от консорциума), могат да бъдат следните:

- съществуващите и създаващите се активи на проекта;
- банковите гаранции;
- ескроу сметките;
- преотстъпването на част от приходите от реализацията на иновативния продукт;
- различните форми на държавна подкрепа (резервни кредити, подчинен срочен дълг, държавни гаранции по основния кредит).

Задължителен компонент, който се включва към условията за получаване на дългово финансиране, са т. нар. **ковенанти (covenants)**. В кредитните отношения ковенантите са специфични условия, съдържащи се в договора за кредит, според които длъжникът поема определени задължения, че той или свързани с него лица ще извършат определени действия (позитивни ковенанти) или ще се въздържат от тяхното осъществяване (негативни ковенанти)<sup>35</sup>. Освен тях се използват и финансови ковенанти, чрез които кредиторът контролира изпълнението на финансовите задължения по кредитния договор<sup>36</sup>. Такива могат да бъдат определени от банката стойности на

<sup>34</sup> Пак там.

<sup>35</sup> Вж. по-подр.: Гербич, Л. А., Кредитные ковенанты в договорах ипотечного кредитования, в: „Иновационное развитие экономики: предпринимательство, образование, наука“, сб. науч. ст., Минск, 2015, с. 44.

<sup>36</sup> Fight, A., Introduction to Project Finance, Elsevier/Butterworth-Heinemann, Oxford, 2006, pp. 98-101.

коэффициентите на обща ликвидност (*current ratio*) и на бърза ликвидност (*quick ratio*), на коефициента на дълга (*debt-to-net worth ratio*), на коефициента на покритие на годишните плащания по дълга с годишните приходи преди плащането на лихвите и данъците (*annual cash flow before interest and taxes/ (interest + principal payments)*) и др.

Чрез използването на ковенанти при дълговото проектно финансиране се гарантира<sup>37</sup>:

- понижаването на риска, свързан с обезпечението по кредита;
- целевото използване на кредита;
- осигуряването на контрол върху движението на паричните потоци на кредитополучателя;
- намаляването на риска от изпадане на кредитополучателя в неплатежоспособност;
- възмездяването на загубите, породени от нарушаване на платежната дисциплина на кредитополучателя.

Ако ковенантите, включени в договора за кредит, не се изпълняват, кредитиращата банка може да наложи на кредитополучателя различни санкции. Така например ако имуществото, използвано като обезпечение по кредита, се повреди или унищожи, ако се понижи неговата ликвидност или се влоши финансовото състояние на длъжника, кредиторът може да изиска допълнително обезпечение по кредитната сделка. Ако длъжникът забави плащанията по погасителните вноски, банката може да му начисли по-висока наказателна лихва за периода на просрочието. Ако кредитът не се използва по предназначение или се нарушат изискванията по сключения договор за ипотека, кредитната институция може да изиска от длъжника предсрочно издължаване на главницата по кредита.

В случай че длъжникът изпълнява стриктно своите задължения по договора за кредит, въведе предсрочно в експлоатация инвестиционния обект или подобри съществено финансовото си състояние, банката може да го поощри, като най-често понижава величината на лихвения процент по ипотечния кредит или удължава срока за неговото изплащане.

Банката осъществява постоянен мониторинг върху изпълнението на условията по кредитния договор, но в практиката на проектното финансиране се налага привличането на специализирана надзорна компания, която да извършва комплексен контрол и надзор

---

<sup>37</sup> Гербич, Л. А., Цит. съч., с. 45.

не само върху финансовата, но и върху инженеринговата, производствената и маркетинговата дейност на проектната компания.

### **Мецанин финансиране**

**Мецанин финансирането (*mezzanine financing*)** е симбиоза между дългово финансиране (*debt financing*) и финансиране чрез собствен капитал (*equity financing*). Специфично за предоставеното на проектната компания мецанин финансиране е, че то се осигурява от небанкови финансови институции, като застрахователни компании, пенсионни фондове, хедж фондове или инвестиционни дружества, когато има разминаване между сумите, които са склонни да предоставят старшите кредитори и общата сума, необходима за финансирането на проекта. Недостигът на финансиране може да се осигури и под формата на допълнителен собствен капитал, с цел да се постигне по-ниска среднопретеглена цена на капитала и оттам по-конкурентен продукт, предлаган от проектната компания. Мецанин финансирането е по-скъпо от дълговото, но по-евтино от финансирането чрез собствен капитал<sup>38</sup>.

**Мецанин кредитът (*mezzanine loan*)** е хибриден финансов инструмент между банковия заем и дяловото участие, чийто падеж е между 3 и 7 години. Изплащането на главницата се извършва еднократно на падежа. Чрез него инициаторите на проекта могат да увеличат съществено инвестираните в него финансови ресурси, без да разполагат със значителен собствен капитал. Кредиторите предпочитат да предоставят мецанин кредити на компании с висок потенциал за растеж. Те са и своеобразни инвеститори в проектната компания, като при определени условия могат да се превърнат и в нейни собственици.

Инвеститорите в мецанин кредити получават периодично (веднъж на тримесечие или на шестмесечие) фиксирано или променливо договорно лихвено плащане, изчислено на базата на остатъчната стойност на дълга (*cash pay*). Те получават освен това допълнителна лихва, която се капитализира и се изплаща еднократно на датата на падежа (*payment in kind – PIK*). Възвръщаемостта на инвеститорите в мецанин кредити се повишава и от възможността им да участват в увеличаването на собствения капитал на проектната компания чрез използване на варанти, конверсии или опции (*equity kickers*)<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Петрикова, Е. М., Мезонинный кредит как альтернатива проектного финансирования инвестиционных проектов, сп. „Финансы и кредит“, №28, 2013, с. 40; Йескомб, Э. Р., Цит. съч., с. 42-43.

<sup>39</sup> Петрикова, Е. М., Цит. съч., с. 42.

Съвкупността от тези три компонента на доходността на мецанин кредита формира общата му възвръщаемост, която се колебае в твърде широки граници – от 13% до 25%.

Мецанин финансирането се използва най-често от компании с висок марж на печалбата в следните *направления*:

- за допълнителното им разрастване чрез реализация на нови проекти;
- за завоюването на нови пазари;
- за изкупуване на контролния пакет от акциите на компанията от страна на нейните мениджъри (Management Buyout – MBO);
- за изкупуване на контролния пакет от акциите на друга компания чрез дългово финансиране (Leveraged Buyout – LBO);
- за оптимизиране на капиталовата им структура;
- за промяна на стратегията за развитие на бизнеса.

Според данни на *Idinvest Partners* представени във Фигура 7 пазарът на мецанин дълг, чрез който се финансират различни сделки в Европа, е най-развит във Франция, където средногодишният обем на сделките през периода 2011-2013 година възлиза на 1355 млн. EUR. Сравнително висок обем сделки се сключват и във Великобритания (804 млн. EUR), както и в Германия, Австрия и Швейцария (549 млн. EUR). П-слабо застъпено е финансирането с мецанин дълг в Скандинавските държави, Бенелюкс и Южна Европа с обем от 311 млн. EUR, респективно 139 млн. EUR и 83 млн. EUR средногодишно за периода<sup>40</sup>.

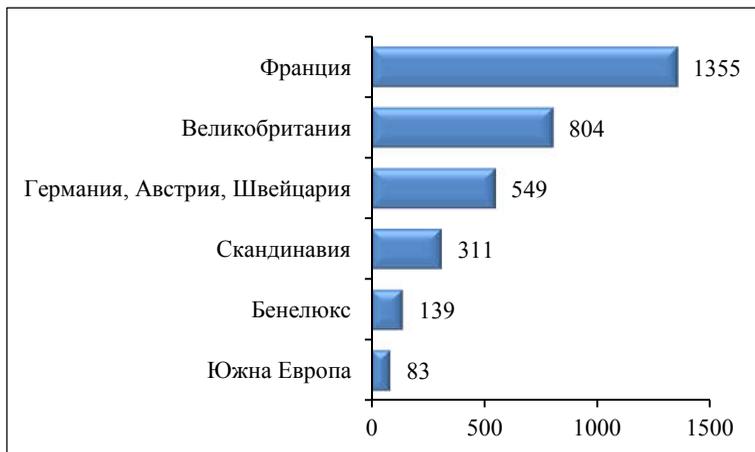
За разлика от Европа, където през последните години обемът на сделките, финансирани с мецанин дълг не е толкова голям и няма ясна посока за тяхното трайно изменение към повишение или намаление, данните, представени в следващата фигура, илюстрират ярко изразена тенденция към позитивно изменение на обема на мецанин финансирането в САЩ (виж Фиг. 8)<sup>41</sup>.

От нея е видно, че мецанин финансирането нараства почти двойно за посочения тригодишен период, като от 16,637 млрд. USD през 2012 година се увеличава до 20,625 млрд. USD през 2013 година, а през 2014 година отбелязва истински бум и достига до рекордните 31,095 млрд. USD.

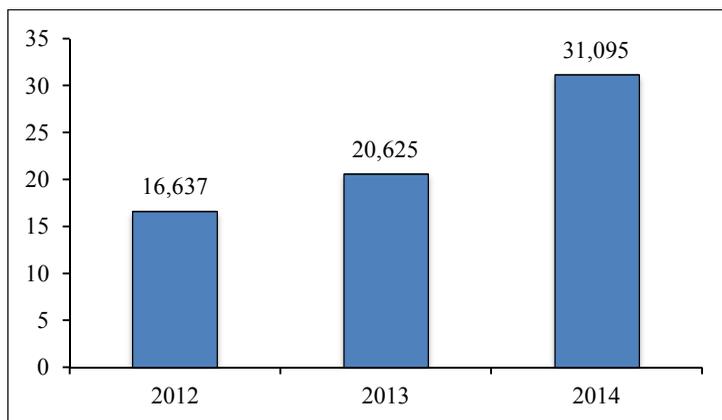
---

<sup>40</sup> Вж. напр.: Mezzanine Debt Market in Europe: Analysis of Supply and Demand, Idinvest Partners, Paris, 2014, информацията е достъпна на интернет адрес: [http://www.idinvest.com/file\\_bdd/dynamic\\_content/file\\_pdf\\_pdf\\_en/publications\\_10.pdf](http://www.idinvest.com/file_bdd/dynamic_content/file_pdf_pdf_en/publications_10.pdf)

<sup>41</sup> Вж.: Jeon, S. H. Mezzanine Financing in US Real Estate and Korean Institutional Investors, MIT, 2015, p.14; източникът е достъпен на интернет адрес: <http://hdl.handle.net/1721.1/97961>



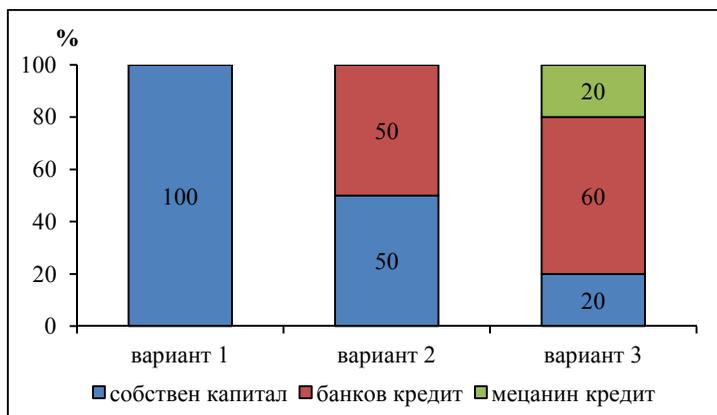
**Фиг. 7.** Средногодишен обем на сделките, финансирани с мецанин дълг в Европа, през периода 2011-2013 г. (в млн. EUR)



**Фиг. 8.** Обем на мецанин финансирането в САЩ през периода 2012-2014 г. (в млрд. USD)

На Фигура 9 са изобразени три различни варианта на структуриране на капитала на дадена компания. При първия вариант компанията се финансира изцяло със собствени капитали, при втория вариант делът на собствения капитал е 50%, а делът на финансирането чрез банков кредит също е 50%, докато при третия вариант компанията привлича мецанин кредит, който възлиза на 20% от стойността на

нейния капитал, делът на банковия кредит е 60%, а този на собствения капитал – 20%<sup>42</sup>.



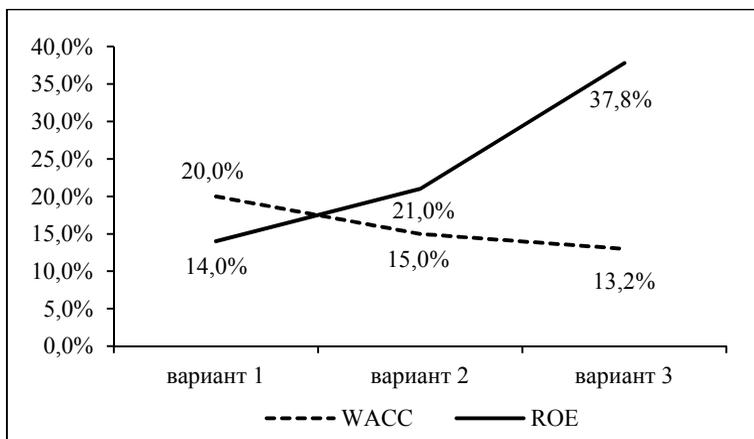
Фиг. 9. Варианти на капиталова структура на компанията

Ако допуснем, че възвръщаемостта на собствения капитал е 20%, лихвения процент по банковия кредит е 10%, а „цената“, по която компанията привлича мецинин кредита е 16%, за всеки един от вариантите може да се изчисли каква е среднопретеглената цена на капитала на компанията (*WACC*), както и каква е рентабилността на нейния собствен капитал (*ROE*). Техните величини са посочени на Фигура 10. Очевидно е, че среднопретеглената цена на капитала се понижава, а рентабилността на собствения капитал се увеличава с привличането на все по-голям дял дългово (банково и мецинин) финансиране за сметка на понижаване дела на собствения капитал. Тази зависимост е известна като *ефект на финансовия ливъридж* и се проявява тогава, когато „цената“ на дълга е по-ниска от възвръщаемостта на активите на компанията<sup>43</sup>.

В развитите пазарни икономики мецинин финансирането се използва широко за финансиране развитието на малките и средни предприятия с добри перспективи за растеж, но у нас то е познато отскоро и тепърва ще набира популярност.

<sup>42</sup> Вж.: Ованесова, Ю. С., Мезонинное финансирование как новое направление для России, сп. „Управленческий учет и финансы“, №4, 2015, с. 287-288.

<sup>43</sup> Вж. по-подр.: Кръстев, Б., Г. Георгиев, Корпоративни финанси, Издателство „Авангард принт“, Русе, 2013, с. 94-96.



**Фиг. 10.** Варианти на среднопотеглената цена на капитала и рентабилността на собствения капитал

През 2014 година в България е учреден **мечанин фонд**, който разполага с финансов ресурс от 60 млн. EUR, като 50% от средствата са предоставени по инициативата JEREMIE, а останалите 50% са собственост на частни инвеститори. Мечанин фондът инвестира в малки и средни компании, които имат годишни приходи между 5 млн. EUR и 50 млн. EUR. Един проект може да получи финансиране на стойност между 2 млн. EUR и 5 млн. EUR. Предвижда се този фонд да подпомогне финансово развитието на десетки български компании, като разшири пазарните им позиции, оптимизира капиталовата им структура и повиши значително тяхната конкурентоспособност.

### ПРОЕКТНО ФИНАНСИРАНЕ ЧРЕЗ ЕМИСИЯ НА ОБЛИГАЦИОННИ ЗАЕМИ

Изграждането на конкретен инвестиционен проект може да се реализира и чрез емитирането на облигационен заем от страна на специалната проектна компания. Обикновено това става чрез емисия на **проектни облигации без право на регрес (non recourse project bonds)**<sup>44</sup>. При тях изплащането на лихвения доход се гарантира от бъдещите парични потоци, генерирани от проекта, срокът им до падежа съответства на срока на реализацията на проекта, като за допълнително обезпечение могат да се използват държавни, общински или банкови гаранции, залог на права по проектните договори,

<sup>44</sup> Вж.: Никонова, И. А., А. Л. Смирнов, Проектно финансиране в России. Проблемы и направления развития, Издателство „Консалтбанкир“, Москва, 2016, с. 65-66.

застраховане на финансовите рискове и др. Купувачи на тези облигации са търговски банки, застрахователни дружества, пенсионни фондове, хедж фондове и други институционални инвеститори. Привлечените парични средства се използват целево от проектната компания или от концесионера (ако проектът се реализира при условията на публично-частно партньорство).

Изграждането на различни инфраструктурни обекти (свързани най-често със строителство на летища, пътища, ж.п. линии, мостове, тунели, паркинги и др.) може да се финансира и чрез емисия на **общински инфраструктурни облигации (municipal bonds)**. В САЩ те се разделят на два основни вида<sup>45</sup>:

- *облигации с общо обезпечение (general obligation bonds);*
- *приходни облигации (revenue bonds).*

Плащанията по лихвите и главницата на облигациите с общо обезпечение са гарантирани от всички приходи, постъпващи в общинските бюджети (включително от местни данъци и такси). За разлика от тях плащанията към облигационерите, притежаващи приходни облигации, са обезпечени единствено от постъпленията от даден проект, към който е насочено финансирането, получено при тяхното пласиране.

**Емисията на облигации** се осъществява от търговска банка или лицензиран инвестиционен посредник. Ако размерът на облигационния заем е прекалено голям, може да се формира консорциум от банки и/или инвестиционни посредници. При регистрацията на емисията облигации на първичния пазар при условията на първично публично предлагане у нас се подава заявление за регистрация. Към него се прилагат всички необходими документи съгласно Правилника за дейността на БФБ – София АД<sup>46</sup>. В определени случаи емисията от облигации може да се реализира при условията на частно предлагане.

Целта на проектната компания е да си осигури достатъчно като обем и достъпно като цена заемно финансиране от разнообразни инвеститори, което се явява алтернативна форма на банковото кредитиране. В Таблица 10 са посочени данни за обема на

---

<sup>45</sup> Вж.: Стоилова, Д., Анализ и оценка на кредитоспособността на българските общини посредством кредитен скоринг, сп. „Икономика и управление“, бр. 3, 2006, Благоевград, с. 9-10; Цвирко, С. Э., Инфраструктурные облигации: Возможности применения и риски, Вестник ТГУ, выпуск 3 (83), 2010, с. 71-76.

<sup>46</sup> Вж. подр.: Правилник за дейността на Българска фондова борса – София АД, Част III, чл. 23.

финансираните чрез облигационни заеми проекти в глобален аспект по отделни икономически сектори.

**Таблица 10.** Обем на финансираните чрез емисия на облигации проекти в света по сектори през периода 2011-2015 г. (в млн. USD)<sup>47</sup>

<b>Икономически сектори</b>	<b>2011 г.</b>	<b>2012 г.</b>	<b>2013 г.</b>	<b>2014 г.</b>	<b>2015 г.</b>
Енергетика	5 448	7 108	9 099	10 950	15 409
Инфраструктура	6 033	9 796	18 884	18 097	14 507
Добив на нефт и газ	5 148	5 905	15 315	18 155	2 975
Социална инфраструктура	5 315	961	2 643	1 467	2 265
Минна индустрия	335	174	-	-	-
Телекомуникации	-	-	114	225	394
Нефтохимия	-	183	3 200	1 438	210
<b>Общо:</b>	<b>22 279</b>	<b>24 127</b>	<b>49 255</b>	<b>50 332</b>	<b>35 760</b>

**Таблица 11.** Топ 10 на водещите банки-мениджъри в света през 2015 г.<sup>48</sup>

	<b>Глобални водещи банки-мениджъри</b>	<b>сума (в млн. USD)</b>	<b>% от общия обем</b>	<b>брой сделки</b>
1	HSBC	2 534	7,09%	9
2	Royal Bank of Canada	2 119	5,93%	12
3	Citigroup	1 832	5,12%	13
4	Morgan Stanley	1 735	4,85%	7
5	Credit Agricole	1 690	4,73%	10
6	Barclays	1 410	3,94%	10
7	Bank of America Merrill Lynch	1 367	3,82%	8
8	Scotia	1 366	3,82%	8
9	Societe Generale	1 222	3,42%	6
10	Jefferies	1 067	2,98%	1
	<b>Общо:</b>	<b>16 342</b>	<b>45,70%</b>	<b>84</b>

Прави впечатление, че тяхната стойност нараства през периода 2011-2014 година, след което следва рязък спад. Секторът, отчетел най-значимо намаление на обема на финансирането чрез емисия облигации през 2015 година, е добивът на нефт и газ. Причините за това са намалелите пазарни цени на тези два основни енергийни източника, които правят разработването на нови находища за техния добив крайно неефективни от гледна точка на инвеститорите в проектни облигации.

<sup>47</sup> Данните са ползвани от годишните издания на International Financing Review *PFI Financial League Tables* за периода 2011-2015 година и са достъпни на интернет адрес:

<http://www.ifre.com/?&m=0&src=http://www.ifre.com/hybrid.asp?typecode=68&pubcode=1&navcode=386>

<sup>48</sup> Пак там.

За сметка на това финансирането на проекти чрез емисията на облигационни заеми в енергетиката нараства устойчиво, основно поради увеличаването на обема на инвестициите във възобновяеми енергийни източници.

Десетте водещи банки мениджъри в света, които играят ролята на инвестиционни посредници при акумулирането на заеман капитал чрез емитиране на облигации, предназначени за финансиране на инвестиционни проекти през 2015 година, са посочени в Таблица 11. Те са набрали 16342 млн. USD заемно проектно финансиране, което съответства на 45,70% от общата му стойност през 2015 година, като броят на реализираните от тях сделки възлиза на 84. Средният размер на една облигационна емисия е 194,55 млн. USD.

Въз основа на данните, съдържащи в Таблица 12, могат да се очертаят тенденциите в изменението на обема на привлеченото чрез емисия на облигации проектно финансиране в света по отделни региони през периода 2011-2015 година. От тях може да се направи заключението, че през анализирания период най-голям обем облигационни заеми са използвани за финансирането на инвестиционни проекти в Северна Америка – 65041 млн. USD, като тенденцията е към непрекъснато им увеличение. На следващите места се нареждат Европа с 53871 млн. USD и Латинска Америка с 36336 млн. USD.

**Таблица 12.** Обем на финансираните чрез емисия на облигации проекти в света по региони през периода 2011-2015 г. (в млн. USD)<sup>49</sup>

Региони	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	Общо за периода
Северна Америка	8 395	9 187	15 570	15 621	16 268	65 041
Европа	5 432	2 642	16 773	18 276	10 748	53 871
Латинска Америка	4 825	7 872	10 993	9 186	3 460	36 336
Азия	1 615	2 952	1 042	1 686	4 135	11 430
Среден Изток и Африка	999	1 474	2 933	2 298	0	7 704
Австралия	1 013	0	1 944	3 265	1 149	7 371
<b>Общо:</b>	<b>22 279</b>	<b>24 127</b>	<b>49 255</b>	<b>50 332</b>	<b>35 760</b>	<b>181 753</b>

<sup>49</sup> Данните са ползвани от годишните издания на International Financing Review *PFI Financial League Tables* за периода 2011-2015г., достъпни на интернет адрес: <http://www.ifre.com/?&m=0&src=http://www.ifre.com/hybrid.asp?typecode=68&pubcode=1&navcode=386>

Таблица 13. Емисии на общински облигации в България<sup>50</sup>

Община	Емисия	Падеж	Номинал	Обем	Купон	Цел на заема
София	03.06.1999	03.06.2002	1000 EUR	50 000 000 EUR	9,75%	Строителство, реконструкция и рехабилитация на пътната мрежа
Свищов	22.11.1999	23.11.2006	10 BGN	371 510 BGN	ОЛП + 3,00%	Подмяна на водопроводната мрежа, разкриване на нови водоизточници
Варна	24.10.2002	24.10.2005	1000 EUR	3 000 000 EUR	9,00%	Реконструкция и модернизация на улично осветление и пътна инфраструктура, основен ремонт на обекти в сферите образование и култура
Сливен	04.12.2002	04.12.2005	1000 BGN	3 000 000 BGN	9,00%	Реконструкция на градските хали или изграждане на общински пазари
Дупница	15.04.2003	15.04.2007	75 BGN	1 320 000 BGN	9,00%	Реконструкция и модернизация на пътната мрежа
Добрич	03.06.2004	03.06.2009	1000 EUR	2 600 000 EUR	6,75%	Реконструкция и рехабилитация на пътната мрежа
Шумен	14.02.2005	14.02.2010	1000 BGN	4 000 000 BGN	8,70%	Строителство на нови улици, реконструкция и рехабилитация на пътната мрежа
Стара Загора	31.05.2005	31.05.2015	1000 BGN	5 000 000 BGN	6,00%	Инфраструктурни подобрения
Пловдив	21.08.2006	21.08.2021	1 EUR	25 564 594 EUR	2,875%	Управление на публичната инфраструктура
Пазарджик	31.03.2009	31.03.2019	1000 EUR	7 500 000 EUR	1-3г.-7,25% 4-10г.-6 м. EURIBOR + 4,00%	Ремонт и реконструкция на улици и подземни съоръжения
Каварна	08.05.2009	08.05.2019	1000 EUR	3 000 000 EUR	6 м. EURIBOR + max 4,00%	Изграждане на инфраструктурни обекти
Свиленград	15.06.2010	15.06.2020	1000 EUR	2 812 000 EUR	7,50%	Основен ремонт на водопровод в централна градска част
Варна	30.06.2010	30.06.2020	1000 EUR	6 000 000 EUR	6 м. EURIBOR + 4,45%	Инвестиции в инфраструктурни проекти
Шумен	01.03.2011	01.03.2022	1000 EUR	7 670 000 EUR	4,40%	Социални и инфраструктурни инвестиции
Несебър	09.07.2012	09.07.2017	1000 BGN	9 250 000 BGN	3 м. SOFIBOR + надбавка (max 7%)	Инвестиции в социални и инфраструктурни обекти
Варна	28.07.2015	28.07.2025	1000 BGN	15 000 000 BGN	max 4,40%	Изграждане на детски и спортни площадки
Сливен	27.05.2016	27.05.2031	1000 BGN	25 000 000 BGN	6 м. SOFIBOR + 2,10% (max 5%)	Капиталови разходи и погасяване на съществуващи задължения
Пещера	24.06.2016	24.06.2028	1000 BGN	4 000 000 BGN	6 м. SOFIBOR + 2,40%	Погасяване на съществуващи задължения и закупуване на обект Родопски светлини
Дупница	25.07.2016	25.07.2024	1000 BGN	4 740 000 BGN	3 м. SOFIBOR + max 3,10%	Рефинансиране на съществуващ общински дълг
Кюстендил	26.08.2016	26.08.2026	1000 BGN	9 516 000 BGN	3 м. SOFIBOR + 1,50%	Рефинансиране на общинска облигационна емисия

<sup>50</sup> Вж. напр.: Стоилова, Д., Проблеми на общинското облигационно финансиране в България, сп. „Управление и устойчиво развитие“, бр. 1-2, 2006, София, с. 396-398; Централен депозитар, БФБ – София АД.

Проектното финансиране чрез емисия на облигации е било значително по-слабо застъпено в регионите на Азия, Средния Изток и Африка и Австралия, където общата му стойност през периода 2011-2015 година е възлизала на 11430 млн. USD, респективно 7704 млн. USD и 7371 млн. USD.

В България финансирането на публични проекти чрез емисия на облигации намира практическо приложение в редица общини. През последните години някои от тях са пласирали облигационни заеми, като са ползвали привлеченото заемно финансиране за изграждане на различни инфраструктурни обекти на своя територия, свързани предимно със строителството, реконструкцията и рехабилитацията на пътната мрежа, подмяната на част от водопроводната мрежа, модернизацията на уличното осветление, изграждането на общински пазари, детски и спортни площадки и др. Характеристиките на общинските облигационни емисии у нас са представени в Таблица 13.

Сроковете до падежа са между 3 години (за общинските облигации на София, Варна и Сливен – емисия 2002 година) и 15 години (за облигациите, емитирани от общините Пловдив и Сливен – емисия 2016 година). Валутата на облигационните заеми е BGN или EUR, а лихвеният купон е фиксиран или плаващ. Последният се формира като сума между определен базисен лихвен процент (ОЛП, SOFIBOR, EURIBOR) и рискова надбавка.

В някои случаи се договаря и максимална ставка на лихвения купон, която не може да се надхвърля (например при облигационния заем на община Несебър). Номиналът на една облигация най-често е 1000 валутни единици, а обемът на емитирания общински дълг зависи от големината на общината, дълговия ѝ капацитет и мащаба на финансираните проекти.

През следващите години броят на финансираните чрез емисия на облигации частни и публични инвестиционни проекти у нас ще нараства непрекъснато в сравнение с тези, финансирани чрез други техники, поради безспорните преимущества, които притежава този дългов финансов инструмент.

## **ФИНАНСИРАНЕ НА ПРОЕКТИ ЧРЕЗ ЕМИСИЯ НА АКЦИИ**

Когато проектната компания е достигнала до по-късен етап на своето развитие и реши да се разраства допълнително, тя може да стане публична, като пласира акции на фондовата борса. Процесът на емитиране на акции с цел увеличаване на собствения капитал чрез привличане на нови инвеститори и превръщането на акционерната

компания в публична е известен като **първично публично предлагане (IPO)**<sup>51</sup>.

Според нормативната уредба у нас първично публично предлагане на акции е налице при условие, че то се осъществява чрез подписка или чрез първоначалната им продажба от инвестиционен посредник, като информацията за акциите е адресирана до най-малко 100 лица в произволна форма и чрез различни средства и в нея се съдържат достатъчно данни, въз основа на които инвеститорите да могат да вземат решение за записване или закупуване на тези акции<sup>52</sup>.

Необходимостта от осъществяване на първично публично предлагане се обуславя от различни **фактори**. Те са следните<sup>53</sup>:

- потребност от привличане на значителен обем финансиране;
- недостиг или недостъпност на заемните източници на финансиране;
- необходимост от увеличаване на собствения капитал;
- възможност за финансиране на растежа на бизнеса;
- прибягването до различни форми на консолидация на бизнеса (поглъщания, сливания и др.);
- възможност за получаване на пазарна оценка на компанията;
- приключване на процеса на формиране на публичната компания.

Чрез първичното публично предлагане на акции капиталът на компанията емитент остава на нейно разположение на практика за неограничен срок, повишава се капацитетът ѝ да привлича нови инвеститори, включително облигационери и кредитори, подобрява се нейният имидж, бизнесът ѝ става по-прозрачен и по-открит. Това са своеобразни предимства, които позволяват на публичната компания да разширява пазарните си позиции и да повишава своята стойност.

Основните недостатъци на финансирането чрез емисия на акции са свързани с увеличаване на среднопретеглената цена на капитала на проектната компания и с възможността от частична загуба на контрола върху нея поради придобиване на част от акциите от новата емисия от външни инвеститори, които могат да имат различна визия за нейното бъдещо развитие в сравнение с тази на старите акционери. От друга страна може да се влоши ликвидността на компанията, тъй като част от

---

<sup>51</sup> От англ.: *IPO - Initial Public Offering*.

<sup>52</sup> Вж. чл. 4 и чл. 5 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа, обн. ДВ, бр. 114 от 30 декември 1999 г. и неговите изменения и допълнения.

<sup>53</sup> Марковская, Е. И., Организация финансирования инвестиционных проектов: теория и практика, Издательство Политехнического университета, Санкт-Петербург, 2013, с. 12.

оборотните ѝ средства могат да се трансформират в дълготрайни активи при неизменна структура на пасивите. Не на последно място поради нарастването на обема на дейността и свързаните с това алтернативни разходи печалбата на единица собствен капитал може да се понижи, което води до понижаване на неговата рентабилност<sup>54</sup>.

Процесът на първично публично предлагане на акциите протича през определени **етапи**. Те са следните<sup>55</sup>:

• **етап на подготовка на емисията** – през него се преценява необходимостта и целесъобразността от реализацията на първичното публично предлагане. Избира се инвестиционен посредник от компанията, която ще емитира акциите. Той анализира финансовото състояние на емитента, изготвя необходимите документи за разрешаване на емисията и договаря условията, свързани с поемането на емисията и нейното пласиране;

• **етап на разрешаване на емисията** – у нас институцията, която разрешава емисията на акции, е Комисията по финансов надзор (КФН). Това става въз основа на различни документи, най-важният от които е проспектът за първично публично предлагане. Проспектът съдържа информация, чрез която инвеститорите могат да оценят точно и недвусмислено икономическото и финансовото състояние на емитента, неговите активи и пасиви, финансовите му резултати и перспективите за неговото развитие<sup>56</sup>. След изготвянето на проспекта той, заедно с устава на дружеството, последният му одитиран годишен финансов отчет и други допълнителни документи, се подава в КФН за потвърждение. Тя се произнася по заявлението за потвърдението на проспекта в срок до 10 работни дни от получаването му, а ако емитентът не е предлагал публично акции и няма такива, допуснати до търговия на регулиран пазар, срокът се удължава на 20 работни дни<sup>57</sup>.

След одобряването на проспекта емитентът или предложителят публикуват съобщение за публичното предлагане, в което са посочени началния и крайния срок на подписката, началния и крайния срок на продажбата, регистрационния номер на издаденото от КФН потвърждение, както и мястото, времето и начина за запознаване с проспекта. Съобщението се оповестява в търговския регистър и се публикува най-малко в два централни ежедневника и на интернет

<sup>54</sup> Ивасенко, А. Г., Я. И. Никонова, Инвестиции. Источники и методы финансирования, 3-е изд., перераб. и доп., Издательство „Омега-Л”, Москва, 2009, с. 93.

<sup>55</sup> Вж. напр.: Асенова, М. и др., Финансови пазари, Издателство „Авангард принт“, Русе, 2008, с. 164.

<sup>56</sup> Вж. чл. 81 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа, обн. ДВ, бр. 114 от 30 декември 1999 г. и неговите изменения и допълнения.

<sup>57</sup> Пак там, чл. 91, ал. 3 и ал. 4.

страниците на емитента и на инвестиционния посредник най-малко 7 дни преди началния срок на подписката или началото на продажбата. За начало на публичното предлагане се смята датата на публикуване на съобщението<sup>58</sup>.

След това емитентът или избраният от него инвестиционен посредник могат да публикуват проспекта в един или повече централни ежедневници, да го разпространяват безплатно на местата, където акциите се предлагат за записване или за продажба или да го публикуват на своите интернет страници, като проспектът може да бъде публикуван и на интернет страницата на регулирания пазар, на който се иска акциите да бъдат допуснати за търговия<sup>59</sup>.

След приключването на първичното публично предлагане на акциите емитентът или инвестиционният посредник уведомяват в 7 дневен срок КФН, като ѝ предоставят информация за датата на приключването на публичното предлагане, за общия брой записани или продадени акции, за получената от тяхната продажба сума, както и за размера на комисионните възнаграждения и други разходи по публичното предлагане<sup>60</sup>.

Когато емитентът не е в състояние да поеме и пласира емисията от акции, той сключва договор за нейното поемане с даден инвестиционен посредник.

• **етап на поемане на емисията** – в световната практика са познати различни форми на поемане на емисия от акции<sup>61</sup>:

–цялостно или частично поемане на емисията от инвестиционен посредник;

–поемане на комисионни начала;

–смесена форма на поемане.

В първия случай посредникът изкупува всички или част от акциите и поема ангажимент да ги разпространи сред широката публика, като ги продава на инвеститорите на по-висока цена от тази, по която ги е придобил. При невъзможност да ги пласира, рискът от загуба остава за негова сметка. При поемането на комисионни начала инвестиционният посредник разпространява акциите от свое име, като емитентът му заплаща определена комисиона (брокеридж). Рискът от непласиране на част от акциите се понася от емитента. При смесената

---

<sup>58</sup> Пак там, чл. 92а.

<sup>59</sup> Вж. чл. 20 от Наредба №2 на КФН за проспектите при публично предлагане и допускане до търговия на регулиран пазар на ценни книжа и за разкриването на информация от публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа, обн. ДВ, бр. 90 от 10 октомври 2003 г. и нейните изменения и допълнения.

<sup>60</sup> Пак там, чл. 24, ал. 1.

<sup>61</sup> Асенова, М. и др., Цит. съч., с. 167.

форма на поемане посредникът се задължава да поеме част от емисията в рамките на определен срок, като при неуспех рискът остава за сметка на емитента.

• **етап на пласиране на емисията** – пласирането на емисията от акции може да стане по три начина: чрез публична подписка, чрез свободна продажба или чрез продажба на акциите на фондовата борса<sup>62</sup>. През този последен етап на публичното предлагане на акциите те достигат до своя първоначален собственик и ако емисията се допусне до търговия на борсата, те могат да се прехвърлят многократно между различни инвеститори. От гледна точка на емитента при успешно приключване на емисията сумите от продажбата на акциите постъпват по набирателна сметка на дружеството в дадена банка.

Перспективите пред финансирането на инвестиционни проекти чрез емисия на акции се подобряват непрекъснато както поради повишаването на ефективността на финансовите пазари в глобален аспект, така и поради глобализацията на бизнеса. Ето защо с цел постигане на по-високи конкурентни предимства и завоюване на нови пазари увеличаването на финансовата мощ на публичните компании чрез емитиране на акции ще става все по-предпочитана форма за финансиране на тяхната предприемаческа дейност.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключение могат да се направят следните изводи и обобщения:

В научната студия е извършен преглед на същността, ролята и значението на проектното финансиране във връзка с използването му за подпомагане на иновативния предприемачески бизнес през различните етапи на неговото развитие. Характеризирани са различните форми и техники на проектно финансиране и по-конкретно финансирането чрез участието на бизнес ангели, венчърното финансиране, дълговото финансиране, мецанин финансирането и финансирането на инвестиционни проекти чрез емисия на облигации и акции. Анализирани са задълбочено тенденциите в измененията на обемите и структурата на глобалното проектно финансиране и на отделни негови форми и механизми на осъществяване. Подчертана е и ролята му за развитието на предприемаческата дейност в България.

---

<sup>62</sup> Пак там, с. 168-170.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Асенова, М. и др., Финансови пазари, Издателство „Авангард принт“, Русе, 2008.
2. Валеев, Э. Р., Венчурный капитал как фактор модернизации экономики, сп. „Экономические науки“, № 12, 2011.
3. Венский, В. Л., Инновации: сущность, содержание и классификация, Веснік БДУ, Сер. 3, №2, 2008.
4. Вертакова, Ю. В., Е. С. Симоненко, Управление инновациями: теория и практика, Издательство „Эксмо“, Москва, 2008.
5. Гербич, Л. А., Кредитные ковенанты в договорах ипотечного кредитования, в: „Инновационное развитие экономики: предпринимательство, образование, наука“, сб. науч. ст., Минск, 2015.
6. Голубев, А. А., Экономика и управление инновационной деятельностью. Учебное пособие, Издательство СПбГУ ИТМО, Санкт-Петербург, 2012.
7. Городова, И. Б., Управление инновационными процессами, Издательство КемТИПП, Кемерово, 2005.
8. Грасмик, К. И., Инновации: сущность, виды, особенности управления, сп. „Качество. Инновации. Образование“, №2, 2008.
9. Ерошкин, А. М. и др., Финансирование инновационного развития: теория и практика, Издательство „Нестор-история“, Санкт-Петербург, 2012.
10. Жариков, В. В. и др., Управление инновационными процессами, Издательство ТГТУ, Тамбов, 2009.
11. Закон за публичното предлагане на ценни книжа, обн. ДВ, бр. 114 от 30 декември 1999 г..
12. Ивасенко, А. Г., Я. И. Никонова, Инвестиции. Источники и методы финансирования, 3-е изд., перераб. и доп., Издательство „Омега-Л“, Москва, 2009.
13. Йескомб, Э. Р., Принципы проектного финансирования, Издательство „Альпина Паблишер“, Москва, 2015.
14. Конарев, А., С. Константинова, Рисковият капитал и развитието на регионалните икономики, Годишник на ВУ Колеж по икономика и администрация, том VII, Издателство „Авто принт“, Пловдив, 2010.
15. Кръстев, Б., Г. Георгиев, Корпоративни финанси, Издателство „Авангард принт“, Русе, 2013.
16. Малашенкова, О. Ф., Теоретические основы международного венчурного инвестирования, в: „Беларусь и мировые экономические процессы: сборник научных статей“, Выпуск 8, БГУ, Минск, 2011.

17. Марковская, Е. И., Организация финансирования инвестиционных проектов: теория и практика, Издательство Политехнического университета, Санкт-Петербург, 2013.

18. Меншенина, А. В., Инвестиции: Конспект лекций, Издательство ОмГУ, Омск, 2005.

19. Наредба №2 на КФН за проспектите при публично предлагане и допускане до търговия на регулиран пазар на ценни книжа и за разкриването на информация от публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа, обн. ДВ, бр. 90 от 10 октомври 2003 г.

20. Никонова, И. А., Проектный анализ и проектное финансирование, Издательство „Альпина Паблишер“, Москва, 2012.

21. Никонова, И. А., А. Л. Смирнов, Проектное финансирование в России. Проблемы и направления развития, Издательство „Консалтбанкир“, Москва, 2016.

22. Ованесова, Ю. С., Мезонинное финансирование как новое направление для России, сп. „Управленческий учет и финансы“, №4, 2015.

23. Петрикова, Е. М., Мезонинный кредит как альтернатива проектного финансирования инвестиционных проектов, сп. „Финансы и кредит“, №28, 2013.

24. Салахова, Ю. Ш., Финансовый механизм венчурного инвестирования как одного из источников финансирования инновационного процесса, Вестник Полоцкого государственного университета, серия D, № 5, 2015.

25. Степанова, В. С., Формирование системы проектного финансирования коммерческими банками, Диссертация, Хабаровск, 2004.

26. Стоилова, Д., Анализ и оценка на кредитоспособността на българските общини посредством кредитен скоринг, сп. „Икономика и управление“, бр. 3, Благоевград, 2006.

27. Стоилова, Д., Проблеми на общинското облигационно финансиране в България, сп. „Управление и устойчиво развитие“, бр. 1-2, София, 2006.

28. Финансирование инновационного развития: Сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН в области финансирования предприятий на ранних этапах развития, Женева, 2007.

29. Benoit, Ph., Project Finance at the World Bank. An Overview of Policies and Instruments, World Bank Technical Paper Number 312, The World Bank, Washington, D.C., 1996.

30. Fight, A., Introduction to Project Finance, Elsevier/Butterworth-Heinemann, Oxford, 2006.

31. Gatti, S., Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects, 2<sup>nd</sup> Edition, Academic Press, 2013.

32. International and CB Insights: Venture Pulse, Q2'2016, Global Analysis of Venture Funding, July 19<sup>th</sup>, 2016.
33. Jeon, S. H. Mezzanine Financing in US Real Estate and Korean Institutional Investors, MIT, 2015.
34. Mezzanine Debt Market in Europe: Analysis of Supply and Demand, Idinvest Partners, Paris, 2014.
35. National Venture Capital Association 2016 Yearbook, Thomson Reuters, 2016.
36. <http://bulgariaangels.org/>
37. [http://een.dobrich.net/wp-content/uploads/2016/03/ETBN15002BGN\\_002.pdf](http://een.dobrich.net/wp-content/uploads/2016/03/ETBN15002BGN_002.pdf)
38. <http://paulcollege.unh.edu/research/center-venture-research/cvr-analysis-reports>
39. <http://www.ifre.com/?&m=0&src=http://www.ifre.com/hybrid.asp?typecode=68&pubcode=1&navcode=386>
40. [http://www.investeurope.eu/media/477249/2007-2015-dataset-europe-country-tables-public-version\\_final.xlsx](http://www.investeurope.eu/media/477249/2007-2015-dataset-europe-country-tables-public-version_final.xlsx)