



**Алексей ЖУРА**  
Руководитель направления экономической оценки проектов ИЕЕС, к.э.н.



**Сергей НИКИШИЧЕВ**  
Директор ИЕЕС (группа IMC Montan), к.э.н., FIMMM



**Андрей ТВЕРДОВ**  
Руководитель направления развития горных работ ИЕЕС, к.т.н.

# ИНВЕСТИЦИИ В ГОРНОДОБЫВАЮЩИЕ ПРОЕКТЫ: ВИДЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ

В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ БОЛЬШУЮ АКТУАЛЬНОСТЬ ПОЛУЧИЛИ различные варианты горного аудита и независимого международного горного консалтинга, выполняемые по запросу горнодобывающих компаний. Основная цель данных работ — расширение возможностей горнодобывающих компаний в области привлечения финансирования и упрощение процедур кредитования.

**В** предлагаемой статье не рассматриваются проекты, направленные на повышение эффективности и производительности действующих и строящихся горнодобывающих предприятий, основной акцент сделан на обзоре различного рода международных документов, раскрывающих фактическое состояние горнодобывающих производств и направленных на привлечение капитала. Статья построена на многолетнем опыте работы группы IMC Montan в области горного консалтинга и обобщает требования различных финансовых институтов к форматам отчетов международных горных консультантов.

Основными форматами международных документов при проведении горного аудита и аудита недропользования являются:

- Отчет по Оценке ресурсов.
- Отчет по Оценке запасов, Отчет Компетентного лица (MER/CPR).
- Due Diligence («Должное исследование» — комплексный аудит объекта или проекта).

Безусловно, аудит уровня Due Diligence можно выполнять на любых стадиях горно-геологического изучения объекта, фактически отражая статус освоения месторождения и приводя независимую оценку рисков. Тогда как подготовка Отчетов о ресурсах и запасах, а также Отчета Компетентного лица требуют наличия определенных проектных исследований. В качестве обоснований перспектив отработки месторождения готовятся следующие базовые *документы инженерного консалтинга*:

- Scoping Study.
- Prefeasibility Study.
- Feasibility Study.

Вышеуказанные документы отличаются различным уровнем детальности и, соответственно, погрешностью расчетов. Например, на начальной стадии проектных исследований (Scoping Study) основные решения по разработке месторождения зачастую опираются на метод аналогий. С ростом детальности проектных исследований количество допущений уменьшается, и все больше

решений по освоению месторождения базируется на прямых расчетах.

Погрешность снижается от 40–70%, характерных для исследований уровня Scoping Study, до 25–30% — для Prefeasibility Study и 15% — для Feasibility Study. При этом следует иметь в виду, что понятия Feasibility Study, Bankable Feasibility Study, Full Feasibility Study по сути являются идентичными и могут отличаться только приложением документов для контроля целевого использования средств, привлекаемых в проект.

Инвестиционная ценность объекта недропользования также напрямую связана со степенью его освоения. Наименьшие риски характерны для действующего производства, полностью освоившего производственную мощность, но максимально возрастают для стадии Greenfield (нулевой цикл строительства). Каждый уровень освоения месторождения подразумевает определенные дисконты к рыночной стоимости объекта.

Независимо от детальности проектных исследований и геологической

изученности месторождения объект сохраняет статус Greenfield до начала фактических работ по его освоению. Для перехода на стадию Brownfield необходимы надлежащим образом утвержденный Проект строительства горного предприятия (соответствует погрешности исследований уровня Full Feasibility Study), а также начало работ по строительству горнодобывающего производства.

Все указанные выше документы используются для привлечения финансовых ресурсов следующими способами:

- Прямое частное финансирование, в том числе продажа доли финансовому или стратегическому инвестору (сделки по слиянию и поглощению — M&A).
- Текущее банковское кредитование.
- Проектное банковское финансирование.
- Оффтейкерские соглашения.
- Фонды частного финансирования, венчурный капитал.
- IPO (размещение акций, обязательств — депозитарных расписок, облигаций и др.).

Рассмотрим особенности каждого способа финансирования, учитывая, что целью статьи не является раскрытие особенностей финансирования с точки зрения дисциплины «Финансы и кредит», а исключительно с точки зрения горного аудита и опыта развития горнодобывающих проектов.

Так называемое *финансирование частных инвесторов* наиболее распространено в России и СНГ. К нему можно отнести сделки по слиянию и поглощению компаний, сделки по любым вариантам смены собственника или выкупу доли горнодобывающего предприятия. Данные сделки отнесены к частному финансированию по причине того, что решение по ним, как правило, принимается одним человеком или, реже, небольшой группой лиц-инвесторов.

*Текущее банковское кредитование* является стандартным механизмом привлечения «коротких» и среднесрочных денег на поддержание деятельно-

сти компании, пополнение оборотных средств и т.д. Существует множество разновидностей такого финансирования с различными видами обеспечения: как под залог выручки, так и под залог активов. Следует заметить, что компании, ведущие отчетность согласно международным стандартам и регулярно обновляющие отчеты об Оценке запасов, имеют некоторые льготы в привлечении финансирования, поскольку являются более открытыми, а риски кредитования таких компаний минимизируются и становятся понятны кредитной организации.

Желание привлечь *проектное финансирование* имеется практически у всех компаний, развивающих месторождения на стадии Greenfield и Brownfield, независимо от их масштабности. Безусловно, если недропользователь уверен в эффективности строящегося предприятия, он предпочитает пользоваться платными возвратными деньгами, а не продавать долю в будущем предприятии на стадии невысокой капитализации. При этом механизм привлечения проектного финансирования является одним из самых сложных, поскольку требует детального обоснования плана и экономики развития проекта, а также его рисков.

*Оффтейкерские соглашения* являются одним из видов проектного финансирования, однако инвестором в данном случае является потребитель либо покупатель продукции горного производства. Данные соглашения более характерны для стадии Brownfield. Такие соглашения могут быть заключены с потенциальным покупателем на длительный срок, чтобы выручка от реализации проекта обеспечивала и покрытие заемных средств, и прибыль покупателя. При этом, как правило, цена продукции фиксируется. Требования покупателя продукции обычно менее жесткие, чем требования банков, что позволяет финансировать более рискованные проекты, но с возможностью получения большей прибыли.

В случае если проект развития месторождения находится на стадии Greenfield, а собственник не имеет до-

статочных ресурсов для выполнения условий лицензионного соглашения и для начала строительства предприятия, выходом из ситуации, кроме прямой продажи частному инвестору, становится привлечение *фондов частного финансирования* (Private Equity Funds). Цель данных фондов — найти перспективный проект, уровень надежности которого соответствует требованиям фонда, и купить долю компании на низком уровне капитализации. При этом в ходе освоения денежных средств и развития проекта степень рисков будет снижаться, а уровень капитализации — повышаться. В качестве документов, подтверждающих развитие проекта, фонды могут принимать любые документы международного формата, соответствующие внутренним требованиям. Чаще всего это Отчет по оценке ресурсов или Scoping Study.

Следует отметить, что некоторые биржи, например Торонтская фондовая биржа (TSX), имеют широкую практику привлечения финансирования, в том числе венчурного капитала, в ресурсные проекты на стадии Greenfield, в геологоразведочные и изыскательские работы. Однако размер разовых инвестиций обычно меньше, чем при листинге на других биржах.

Наиболее популярными фондовыми биржами среди российских горнодобывающих компаний являются Лондонская (LSE), в том числе AIM, Гонконгская (HKSE), Нью-Йоркская (NYSE), Российская (РТС-ММВБ), а также были случаи размещения на Ирландской (ISE) и некоторых других площадках. В ходе проведения IPO компании проводят размещение пакета акций для свободной продажи либо выпускают депозитарные расписки.

Таким образом, работа независимого горного аудитора является неотъемлемой частью привлечения средств в развитие месторождений, зачастую определяя успешность реализации проектов. И конечно, чем выше степень развития проекта, тем больше вариантов привлечь эффективные финансовые ресурсы. ■

[www.imcmontan.ru](http://www.imcmontan.ru)