

6. Продукты проектного финансирования

Литература:

- Э. Р. Йескомб, Принципы проектного финансирования. – Москва: Вершина. 2008. Глава 2.
- Л.М. Рылова, Предэкспортное финансирование в международной практике, Журнал «Международные банковские операции», №1, 2012.
- Vladimir Barbolin, Adam Fadian, Seminar on LMA Documentation, 2013

6.1. Акционерное финансирование

Акционерное финансирование представляет собой наиболее рисковый капитал. Как при распределении дохода, так и в случае ликвидации компании инвесторы-акционеры занимают последнее место в приоритетности выплат. Своего рода гарантией акционерных инвестиций является возможность контроля посредством участия в управлении компании в той или иной форме. При этом акционерный капитал формирует основу для других займодавцев или инвесторов, способствуя привлечению в проект нового капитала. Применять данный метод финансирования могут только акционерные общества. Акционерное финансирование используется для реализации крупномасштабных инвестиций. Применение данного метода используется для финансирования таких продуктов, которые обеспечивают погашение расходов, связанных с проведением эмиссии. Привлечение инвестиционных ресурсов осуществляется посредством дополнительной эмиссии обыкновенных акций.

Акционерное финансирование обладает рядом достоинств:

- при большом объеме эмиссии низкая цена привлеченных средств;
- выплаты за использование привлеченных ресурсов не носит безусловный характер, а выплачиваются в зависимости от финансовых результатов акционерного общества;
- использование привлеченных инвестиционных ресурсов не ограничено по срокам.

Недостатком является то, что для зрелых, давно работающих предприятий новая эмиссия акций расценивается инвестором как негативный сигнал, а это может отрицательно сказаться на курсе акций. Это серьезно ограничивает возможности эмиссии.

6.2. Кредитование

Кредитование основной источник финансирования проекта. Кредитование на принципах проектного финансирования отличается повышенными рисками и длительным сроком. Кредит выдается, как правило, без регресса на активы инициатора проекта, поэтому основным обеспечением по кредиту выступают активы проектной компании. Для

поддержания ликвидности банку, выдающему кредит под проектное финансирование, необходимо иметь достаточное количество «длинных» пассивов. Такими возможностями располагают транснациональные банковские корпорации, крупнейшие национальные и специализированные банки.

6.3. Мезонинное и субординированное финансирование

Субординированное финансирование – это финансирование, при котором погашение обязательства осуществляется после выплат ведущим банкам-кредиторам или инвесторам в облигации (старший долг), но до распределения прибыли между инвесторами. Как правило, оно осуществляется по фиксированной процентной ставке, которая выше, чем стоимость старшего долга.

Субординированное финансирование может осуществляться как часть инвестиций в собственный капитал; кредиторы и инвесторы рассматривают такой заем как собственный капитал.

Другой вид субординированного финансирования (часто называемого мезонинным (промежуточным)) может быть обеспечен третьими лицами: обычно это страховые компании или специализированные фонды, когда необходимы дополнительные средства, для обеспечения конкурентоспособной цены продукта или услуги. Мезонинное (промежуточное) финансирование также могут осуществлять институциональные инвесторы как часть долгового пакета, в которые включено облигационное финансирование. Включение субординированного финансирования в комплексную сделку, очевидно, создает проблемы приоритета выплаты и контроля над проектом для различных кредиторов.

6.4. Лизинг

Лизинг – вид финансовых услуг, связанных с кредитованием приобретения основных фондов. Лизингодатель обязуется приобрести в собственность определённое лизингополучателем имущество у указанного им продавца и предоставить лизингополучателю это имущество за плату во временное владение и пользование.

В соответствии со структурой лизинга финансируемое оборудование принадлежит скорее арендодателю (заимодавцу), чем арендатору (заемщику): арендодатель вносит арендную плату вместо основного платежа и процентов по займу (уплата капитального долга и процентов по нему), а в остальном система не отличается от займа (например, предполагается, что ожидаемый ссудный процент, включенный в платежи по арендному договору, – это то же самое, что процентная ставка), и выплаты по лизингу и займу в принципе должны быть одинаковыми.

Следует отметить, что в данном случае лизинг означает аренду оборудования для проектной компании как способ привлечения финансирования и его следует отличать от имущественного (недвижимость) лизинга в BLT/BLOT-структуре, которая является одним из способов передачи проектной компании управления вместо наделения ее полными правами собственности, но в этом случае финансирования не предполагается.

Лизинг чаще всего используется при финансировании оборудования для транспортного и производственного машиностроения и, как правило, предлагает клиентам, которые не могут привлечь средства другим способом, финансирование на гарантиях, обеспечиваемых стоимостью оборудования, или позволяет арендатору и арендодателю, принимающего на себя риск остаточной стоимости, пользоваться оборудованием в течение краткого срока, а затем вернуть его. Оба эти типа финансирования являются дорогими по сравнению с прямым займом, и ни один из них не подходит для нормальной ситуации проектного финансирования.

Преимущество, которое связывает лизинговое финансирование с проектным, определяется налоговыми льготами. В некоторых странах (например, в США, Великобритании и Японии) арендодатели могут получить преимущество ускоренной амортизации в налоговом учете на основании их прав собственности на оборудование, которое является предметом проектного финансирования.

Ускоренная амортизация в налоговом учете полезна только в случае, если владелец оборудования имеет налогооблагаемую прибыль, которую это обесценение может уменьшить, но на начальном этапе эксплуатации ее может и не быть. Если это верно, то, вполне возможно, будет лучше, если оборудование принадлежит арендодателю, который имеет преимущество ускоренной амортизации, обеспечиваемое за счет освобождения от других налогооблагаемых прибылей и передачи части этих льгот в проектную компанию (как арендатору) в форме уменьшения стоимости финансирования (например, арендная плата ниже, чем платежи по долговому обслуживанию в случае займа). При принятии решения о лизинге проектная компания должна оценить соотношение выгод и потерь (за счет снижения налоговых льгот).

Однако если проектные активы используются для обеспечения услуги для государственного сектора, то необходимо оценить целесообразность использования лизинга: явное снижение затрат несомненно сказывается на величине налоговых поступлений.

При осуществлении лизингового финансирования в рамках проекта могут быть использованы две структуры.

- Кредитный лизинг. Оборудование приобретается с использованием капитала, предоставленного инвестором: это может быть лизинговая финансовая или другая компания (или даже частные лица), которая может использовать амортизацию по этим инвестициям для списания своих налоговых обязательств, а так же займа, предоставленного банками (без учета ресурсов для инвестора). Кредитный лизинг используется в таких странах, как США и Япония.
- Гарантированный лизинг. В некоторых странах, таких как Великобритания, структура кредитного лизинга невозможна вследствие особенностей системы налогообложения, и арендодатель обеспечивает всю сумму финансирования. Как правило, лизинговая финансовая компания не имеет возможности оценить риски проектного финансирования, и банки достаточно часто выступают гарантами для арендодателя и фактически принимают на себя тот же риск, что и в случае кредитования, но без прямого обеспечения финансирования. (Однако уровень риска, который они принимают на себя, может быть выше, чем в случае прямого кредитования; при досрочном завершении лизинговых операции необходимо будет покрыть дополнительные налоговые обязательства.)

Дополнительное преимущество лизинга заключается в том, что он обеспечивает 100%-ное финансирование: это справедливо в отношении стоимости финансируемого оборудования, но не означает полного финансирования стоимости проекта.

- Вряд ли лизинговое финансирование можно использовать для приобретения земельных участков.
- Налоговые условия при лизинге зданий, как правило, менее привлекательны, чем при лизинге оборудования.
- «Нематериальные» издержки, такие как издержки разработки и проценты по кредиту в период строительства, зачастую не покрываются – а, следовательно, собственный капитал инвестора все же будет необходим. Более того, возможная потеря остаточной стоимости оборудования – это дополнительные скрытые издержки.

«Синтетический» кредитный лизинг использовался в некоторых сделках проектного финансирования в США. Это арендные договоры, которые с целью снижения налогов передают право собственности и, следовательно, налоговые выгоды арендатору (таким образом, в вопросах, связанных с налогообложением, арендатор остается в таком же положении, как и заемщик), однако в бухгалтерских документах такие арендные договоры рассматриваются как внебалансовая операционная аренда, то есть арендные договоры, в которых теоретически право собственности остается у арендодателя, потому что

арендатор имеет право вернуть оборудование после окончания периода использования, однако на самом деле это право не используется (чтобы возврат казался непривлекательным, в конце лизингового периода арендатор может либо возобновить договор лизинга, либо исполнить опцион на покупку оборудования за стоимость непогашенной части долга и лизингового капитала; если это не произойдет, то арендатор обязан произвести крупный единовременный платеж и оборудование распродается). Этот тип лизингового финансирования может быть использован как средство манипуляции отчетной прибылью, если лизинговые арендные платежи на начальном этапе проекта будут ниже, чем общая сумма амортизации и проценты по кредиту, для минимизации налоговых платежей. Следовательно, этот вариант скорее подходит для относительно краткосрочного финансирования (как правило, не более 5-7 лет) на период создания и на начальном этапе эксплуатации проекта. Этот способ часто применяется для оплаты хранения на складе газовых турбин, которые заказывают заранее для дальнейшего использования в проектах по производству энергии.

Однако лизинг – это дополнение к основной системе финансирования, основное достоинство которого заключается в снижении финансовых издержек или улучшении показателей отчетной прибыли, но он не меняет фундаментального подхода к финансированию.

6.5. Торговое финансирование

В некоторых случаях финансирование может быть предложено продавцом оборудования, подрядчиком или поставщиком услуг для проекта (в данном случае это продавец).

Поставщик оборудования, к примеру, может быть лучше осведомлен о технических рисках проекта или рассматриваемой отрасли, чем заимодавец, и, следовательно, согласен принять риски неприемлемые для финансовых рынков. Торговое финансирование в этом случае позволит поставщику повысить показатели продаж, выйти на новые рынки.

Торговое финансирование может принимать форму займа (например, продажа оборудования в кредит), лизинга оборудования или даже гарантии для банковского финансирования. Однако, продавец, который только привлекает банки к финансированию для проекта (без каких либо гарантий), не обеспечивает торгового финансирования, которое в данном случае подразумевает принятие на себя рисков.

Однако следует заметить, что иногда финансирование предоставляется продавцом как часть коммерческого предложения для получения контракта и он не осознает связанных с ним рисков и трудностей. В этом случае спонсоры могут впустую потратить время, пытаясь создать план финансирования, который становится нежизнеспособным, как только поставщик осознает структуру и риски проекта.

Следовательно, анализ структуры безопасности и риска при торговом финансировании должен строиться по той же модели, что и в случае банковских или облигационных займов. Это позволяет обеспечить:

- Отчетливую структуру финансирования;
- Гарантии того, что продавец не принимает на себя чрезмерные или неожиданные риски, которые могут воздействовать на его способность или готовность, выполнять условия контракта;
- Возможность рефинансирования на общих финансовых рынках, которая позволяет уменьшить воздействие на бухгалтерский баланс поставщика.

Возможность использования торгового финансирования часто рассматривается спонсорами в поисках альтернативных вариантов финансирования. Но его роль на рынке проектного финансирования ограничена, в основном оно применяется для проектов, связанных с созданием сетей мобильной связи.

6.6. PXF (предэкспортное финансирование)

Предэкспортное финансирование предоставляется компании-производителю на стадии производства и отгрузки продукции под будущую выручку, ожидаемую от экспортной реализации товара.

Для предэкспортного финансирования могут применяться следующие формы финансирования:

- краткосрочные предэкспортные кредиты с привлечением фондирования зарубежных банков;
- банковские гарантии по экспортным операциям;
- предэкспортное финансирование с использованием аккредитива с «красной/зеленой оговоркой»;
- структурное предэкспортное финансирование.

Краткосрочный предэкспортный кредит с привлечением фондирования зарубежных банков является целевым и, как правило, краткосрочным видом финансирования. Данную структуру можно разделить на две части:

- зарубежный банк предоставляет фондирование банку экспортера в рамках установленных необеспеченных лимитов;
- российский банк кредитует своего клиента, принимая при необходимости в залог товарно-материальные ценности, оборудование или другие активы.

Расходы в виде процентов по такого рода кредитованию несет экспортер.

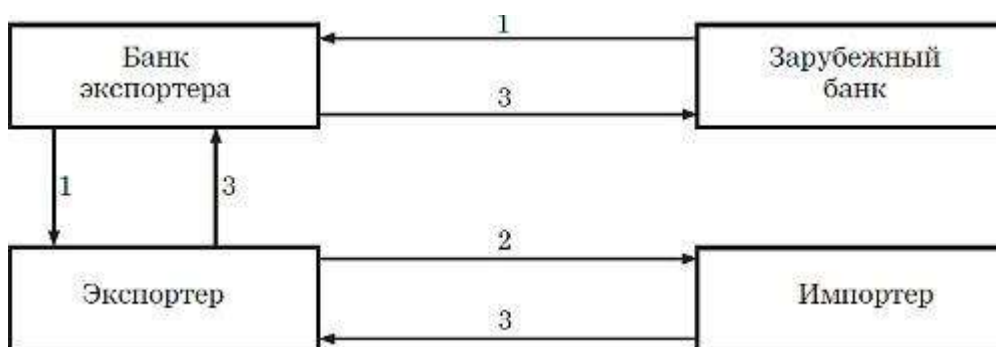


Рисунок 6.6.1 Схема движение денежных и товарных потоков



Положительной стороной данной структуры является то, что экспортер имеет возможность получить кредит на всю сумму экспортного контракта.

В данном случае экспортер, являясь участником внешнеэкономической сделки, несет ответственность в том числе за выполнение требований валютного законодательства. Это означает, что экспортер обязан оформить паспорт сделки в банке экспортера и обеспечить зачисление экспортной выручки в полном объеме на валютный счет в банке экспортера. Таким образом, понятие залога экспортной выручки в пользу банка экспортера является условным, поскольку обязательным является условие «прохождения» экспортной выручки через транзитный и текущий счета клиента, а погашение кредита банку будет последним этапом в данной транзакции.

Банковские гарантии могут являться своего рода формой финансирования экспорта. При заключении контрактов, предусматривающих экспорт товаров/услуг, используются, как правило, гарантии возврата авансового платежа и гарантии исполнения обязательств. Гарантия возврата авансового платежа обеспечивает покрытие рисков покупателя в случае неисполнения экспортером своих обязательств по поставке товара и (или) невозврата ранее полученного аванса. Импортер авансирует контрагента после получения гарантии, выпущенной приемлемым для него банком. Таким образом, экспортер получает необходимое ему фондирование до отгрузки товара от покупателя, а не от банка, как в

ранее рассмотренном случае. Срок данной гарантии варьируется, но обычно ограничивается сроком выполнения контрактных обязательств.

Гарантия исполнения обязательства обеспечивает выплату средств в случае, если поставщик не исполняет свои обязательства по поставке товара/оказанию услуг в объеме и согласно условиям, предусмотренным контрактом. Срок такой гарантии, как правило, совпадает со сроком действия контракта.

В рамках предэкспортного финансирования, используются следующие виды гарантий:

- Гарантия надлежащего исполнения контракта (Performance Bond) – обеспечивает выплату покупателю или заказчику (бенефициару) гарантированной суммы в исполнение поставщиком товаров или услуг (принципалом) своих контрактных обязательств по поставке.
- Гарантия авансовых платежей (Advance Payment Guarantee) – предусматривает возврат покупателю суммы авансового платежа, направленного на покрытие части расходов изготовителя на закупку сырья, материалов, в случае невыполнения продавцом своих контрактных обязательств по поставке.
- Конкурсная или тендерная гарантия (Bid Bond) – необходима по условиям международных открытых торгов, когда от экспортеров - участников торгов требуется вместе с предложением предоставить гарантию банка.
- Тендерная гарантия обеспечивает выплату организатору конкурса гарантированной денежной суммы:
 - В случае снятия участником тендера своего предложения до истечения срока действия этого предложения.
 - В случае отказа участника тендера принять предложенный заказ (контракт).
 - В случае если после получения предложения о заключении контракта гарантия предложения не будет заменена гарантией исполнения (Performance Bond).
- Резервный аккредитив (Stand By Letter of Credit) в основном используется вместо гарантии предложения, гарантии исполнения или авансовой гарантии, а также вместо платежной гарантии. Кроме этого служит обеспечением платежа в случае невыполнения третьей стороной договорного обязательства.

Расходы в виде комиссии по гарантиям/резервному аккредитиву, как правило, несет экспортер.

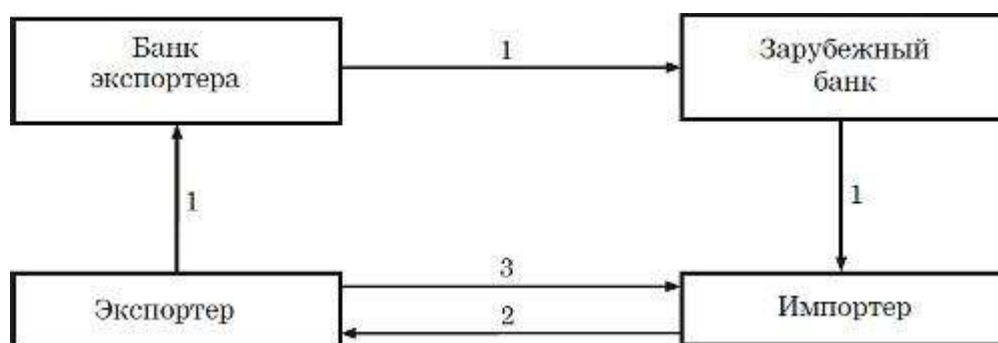


Рисунок 6.6.2

Использование данной структуры не освобождает экспортера от исполнения требований валютного законодательства, оформление паспорта сделки и зачисление экспортной выручки также необходимы.

Ещё одним вариантом предэкспортного финансирования является использование аккредитива с «красной/зеленой оговоркой».

Аккредитив с «красной оговоркой» (Red Clause Credit), известный также как упреждающий (Antisipatory), был разработан для того, чтобы позволить продавцу получить часть суммы, предусмотренной аккредитивом, в качестве аванса.

Этот тип аккредитива исторически использовался при экспорте переработанных предметов потребления (хлопка, зерна, резины) из стран Востока в Европу и связан с авансовым платежом в пользу продавца. Аккредитивы с «красной оговоркой» в настоящее время встречаются редко.

Банки, как правило, не пользуются этими терминами, а предпочитают использовать собственные формулировки для удовлетворения требований заказчиков.

Аванс обычно выплачивается против расписки экспортера/бенефициара, указывающей, что он отгрузит товар в соответствии с требованиями аккредитива, а в случае если не сделает этого, то вернет аванс или его часть, соответствующую неотгруженному товару.

Аккредитивы с «зеленой оговоркой» отличаются от аккредитивов с «красной оговоркой» тем, что предусматривают некоторое обеспечение авансируемых средств. То есть в таких аккредитивах содержится условие, позволяющее исполняющему банку выплатить бенефициару аванс до момента отгрузки под обеспечение, например, в виде квитанции временного товарного склада, подтверждающей помещение товара на склад до отгрузки, на имя исполняющего банка или банка-эмитента. Если бенефициар не представит документы в указанный в аккредитиве срок, рамбурсные обязательства кредитора могут быть погашены за счет обеспечения.



Рисунок 6.6.3

Таким образом, экспортер получает экспортную выручку в размере предусмотренного контрактом авансового платежа до осуществления отгрузки товара. Как правило, сумма аванса составляет 20% от суммы контракта. То есть экспортер не имеет возможности получить кредит на всю сумму экспортного контракта.

Финансирующим банком в данной структуре является банк-эмитент или другой исполняющий банк. Погашение кредита финансирующему банку, включая проценты, производится импортером в ранее согласованные сроки. Авансирование экспортера осуществляется без регресса на последнего. По сути, происходит уступка экспортером финансирующему банку права денежного требования к импортеру.

Обычно аккредитив с «красной оговоркой» используется в расчетах между предприятиями, уже имеющими опыт совместной работы. Но тем не менее, в обеспечение своего риска иностранные контрагенты могут требовать предоставления гарантии банка экспортера на возврат аванса.

Структурное предэкспортное финансирование является сложным структурным продуктом. Предметом экспорта выступают сырьевые товары и сельскохозяйственная продукция (Commodities).

Основным отличием данной структуры финансирования от указанных выше является то, что иностранный банк (кредитор) строит прямые кредитные отношения с российским заемщиком/экспортером. Российскому банку отводится роль «паспортного банка». При реализации данной структуры требуется оформление сразу двух паспортов сделок: по экспортному контракту и по кредитному соглашению, заключенному между экспортером и кредитором.



Рисунок 6.6.3

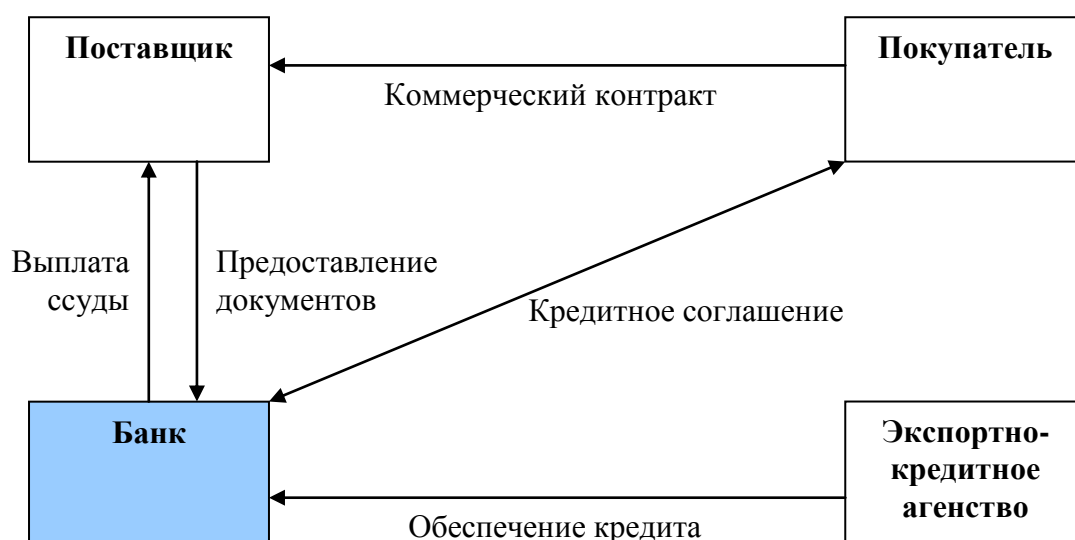
Основные риски, на которые необходимо оценить при реализации сделки структурного предэкспортного финансирования:

- риски неисполнения обязательств производителем/экспортером, то есть риски, связанные с производством и доставкой товаров, включая наличие/отсутствие опыта осуществления экспортных операций, возможности транспортировки и хранения товаров;
- платежные, в том числе конверсионные, риски. В описанной выше структуре данные риски перенесены из Российской Федерации в страну покупателя или трейдера;
- финансовые риски, в том числе риски, связанные с потерей права собственности, которые митигируются оформлением залога на экспортируемые товары;
- политические риски, включая возможность свободного экспорта определенного товара, наличие соответствующих лицензий и разрешений, гарантии/комфортные риски государственных органов, страхование;
- производственные риски, связанные с качеством и количеством производимого и экспортируемого товара;
- риски, связанные с ликвидностью товара на внешнем рынке;
- ценовые риски, связанные с возможным изменением цен на товар на мировом рынке.

6.7. Экспортно-кредитное финансирование

Компания может прибегнуть к экспортно-кредитному финансированию для импортирования оборудования или сырья, когда она не может получить доступ к долгосрочным кредитам. Из-за рискованности операции, для реализации сделки необходимо искать страховщика, способного застраховать эти риски. Такими специальными страховщиками являются национальные экспортно-кредитные агентства (ЭКА). ЭКА имеются практически в каждой развитой стране. Участие ЭКА в схеме кредитования экспортных сделок смягчают условия кредита (сроки увеличиваются, процентная ставка понижается). Экспортно-кредитное агентство это государственное или частное учреждение, осуществляющее поддержку национального экспорта. ЭКА предоставляют широкий набор услуг, к которым относятся кредитование внешнеторговых операций, предоставление государственных гарантий по экспортным кредитам, страхование экспортных кредитов и сделок от политических и других видов рисков, организационная и информационно-аналитическая поддержка экспортных сделок. Экспортно-кредитные агентства создаются в форме частных или государственных компаний. Частная форма создания экспортно-кредитных агентств встречается довольно редко в силу особенностей деятельности и целей.

Схема 5.1 Обеспечение займа ЭКА



Использование финансирования под гарантии национальных экспортных кредитных агентств дает предприятиям возможность получить средства на длительный срок — от

пяти до десяти лет, что существенно уменьшает финансовую нагрузку по обслуживанию долга.

Сами ЭКА предоставляют гарантии, страховку от рисков. А живые деньги дает западный банк-кредитор. На практике применяются две основные схемы. В первой кредит предоставляется российскому банку для финансирования целевого контракта российского импортера. По второй схеме зарубежный банк-кредитор предоставляет прямой кредит российскому импортеру под гарантии российского банка. То есть если в первом варианте заемщиком выступает российский банк, то во втором - сама российская компания.

Конкретный выбор схемы зависит главным образом от того, кто - банк или предприятие-импортер - вызовет больше доверия у финансирующего банка и у экспортного кредитного агентства.

Проблемные аспекты сделок с участием ЭКА:

- необходимость оплаты 15% суммы контракта за счет средств импортера;
- значительная страховая премия ЭКА, оплачивается одновременно при предоставлении страхового покрытия;
- требование оплаты дополнительных комиссий зарубежным банкам за организацию финансирования, поддержание кредитной линии и покрытия юридических расходов по оформлению документации;
- длительный характер оформления сделок из-за необходимости согласования условий фондирования с зарубежными финансовыми институтами

Решения проблем, предлагаемые российскими банками:

- организация финансирования оплаты 15%-го аванса с использованием аккредитива с пост-финансированием;
- финансирование оплаты страховой премии ЭКА путем выдачи отдельного кредита или транша кредита.

6.8. Государственное финансирование и гарантии

Государственное кредитование иногда принимает форму субсидий, чаще всего второстепенных по отношению к коммерческому финансированию, предоставленному рынками. Выплаты в этих случаях, так же как и при субсидированном финансировании, будут осуществляться только после выплат основным заимодавцам. Кроме того, проектной компании могут быть выделены государственные гранты – в этом случае может не подразумеваться обязательств по погашению (выдаются на срок фактического использования средств для проекта) или же могут быть предусмотрены выплаты по достижении оговоренного уровня (например, определенного уровня прибыли). Если обязательства по возмещению отсутствуют или выплаты носят случайный характер,

гранты могут рассматриваться коммерческими заимодавцами скорее как собственный капитал.

Также государство может предоставлять частному партнеру со своей стороны гарантии:

- минимальной доходности;
- возврата вложенных средств в виде права на получение доходов от платной эксплуатации объекта;
- частичного или полного возврата средств инвестора государством при неудачной реализации проекта.

Сумма этих гарантий должна быть прописана в бюджете.

Парадоксально, но существует много примеров финансирования проектов общественной инфраструктуры за счет частного капитала, но с займом государства. Одним из оснований для использования проектного финансирования для государственной инфраструктуры заключается в том, что частный сектор обеспечивает более эффективное управление сооружением и эксплуатацией проектов на протяжении всего срока жизни проекта, что, в свою очередь, подразумевает более низкие издержки при финансировании проектов, несмотря на тот факт, что заем у частного сектора для таких проектов обходится дороже, чем государственное финансирование.

Следовательно, можно утверждать: чтобы получить выгоду и от частного, и от государственного секторов, необходимо совместное кредитование.

Заимодавцы из частного сектора могли бы сказать, что такому подходу недостает системы due diligence и контроля со стороны кредитора, которые являются важным достижением проектного финансирования, а также творческого потенциала частного сектора; однако государственный сектор все же может привлечь рынок частного финансирования для распределения риска в тех областях, где контроль может оказаться полезным (например, обеспечение гарантии завершения работ). Если творческий подход увеличивает ценность проекта, также можно воспользоваться услугами инвесторов из частного сектора.