

9. Подходы к финансовому структурированию проектов.

Литература:

- Э. Р. Йескомб, Принципы проектного финансирования – Москва: Вершина, 2008, Глава 12.
- «Как ковенанты работают в российском праве сейчас? Ветер перемен» – Линия права. Спецобзор судебной практики 27 октября 2011 года

9.1. Схемы реализации финансирования

Проектным финансированием принято называть такой способ привлечения долгосрочного капитала для реализации крупных инвестиционных проектов, при котором единственным источником возврата вложенных средств и главным обеспечением кредита служат денежные потоки, генерируемые самим проектом. Исходя из направленности данного механизма привлечения инвестирования банки стремятся диверсифицировать риски своих инвестиционных портфелей, используя различные организационные схемы, в рамках которых снижение рисков достигается путем их распределения между банками. В зависимости от способа построения таких схем проектного финансирования выделяют параллельное и последовательное финансирование.

Параллельное (совместное) финансирование включает две основные формы:

- независимое параллельное финансирование, когда каждый банк заключает с заемщиком кредитное соглашение и финансирует свою часть инвестиционного проекта;
- софинансирование, когда создается банковский консорциум (синдикат). Участие каждого банка лимитировано определенным объемом кредита и консорциума (синдиката). Подготовку и подписание кредитного соглашения осуществляет банк-менеджер; в дальнейшем контроль за осуществлением кредитного соглашения (а нередко и реализацией инвестиционного проекта), необходимые расчетные операции осуществляет специальный банк-агент из состава консорциума (синдиката), получая за это комиссионное вознаграждение.

При последовательном финансировании в схеме участвует крупный банк — инициатор кредитного соглашения и банки-партнеры. Крупный банк, имеющий значительный кредитный потенциал, высокую репутацию, опытных экспертов в области инвестиционного проектирования, получает кредитную заявку, оценивает проект, разрабатывает кредитный договор и предоставляет кредит. Однако даже крупный банк не может профинансировать ряд масштабных проектов без ухудшения состояния своего баланса. Поэтому после выдачи займа предприятию банк-инициатор передает свои требования по задолженности другому кредитору или кредиторам, получая комиссионное

вознаграждение, и снимает дебиторскую задолженность со своего баланса. Другой способ передачи требований банками-организаторами предполагает размещение кредита среди инвесторов — секьюритизацию. Банк-организатор осуществляет продажу дебиторской задолженности по выданному кредиту трастовым компаниям, которые выпускают под нее ценные бумаги и с помощью инвестиционных банков размещают ценные бумаги среди инвесторов. Средства, поступающие от заемщика в счет погашения задолженности, зачисляются в фонд выкупа ценных бумаг. При наступлении срока инвесторы предъявляют к выкупу ценные бумаги. Зачастую банк-организатор продолжает обслуживать кредитную сделку, осуществляя инкассацию платежей, поступающих от заемщика.

По доле риска, принимаемой на себя кредитором, в банковской практике выделяют следующие виды проектного финансирования:

- с полным регрессом на заемщика. Регресс означает обратное требование о возмещении предоставленной суммы денежных средств, предъявляемое одним лицом другому. При проектом финансировании с полным регрессом на заемщика банк не принимает на себя риски, связанные с проектом, ограничивая свое участие предоставлением средств против определенных гарантий;
- с ограниченным регрессом на заемщика. При проектом финансировании с ограниченным регрессом кредитор частично берет на себя проектные риски;
- без регресса на заемщика. При проектом финансировании с ограниченным регрессом кредитор полностью берет на себя проектные риски.

При проектом финансировании с ограниченным регрессом или без регресса на заемщика банк, вмешиваясь в ход реализации проекта, косвенно участвует в управлении им. Если при использовании этих схем банк к тому же осуществляет вложения в капитал проектной компании, то имеет место не только контроль за реализацией проекта, но и прямое участие в его управлении.

Наиболее широкое распространение в мировой практике получило проектное финансирование с полным регрессом на заемщика. Это вызвано тем, что данная форма финансирования отличается быстротой получения необходимых инвестору средств, а также более низкой стоимостью кредита.

Проектное финансирование с полным регрессом на заемщика применяется в следующих случаях:

- предоставление средств для финансирования проектов, имеющих важное социально-экономическое значение; малорентабельных и бесприбыльных проектов;

- выделение средств в форме экспортного кредита, поскольку многие специализированные структуры по предоставлению экспортных кредитов имеют возможность принимать на себя риски без дополнительных гарантий третьих сторон, но предоставляют кредит лишь на таких условиях;
- предоставление средств для небольших проектов, которые чувствительны даже к небольшому увеличению расходов, не предусмотренных первоначальными расчетами.

Достаточно распространенной формой является проектное финансирование с ограниченным регрессом на заемщика. При этой форме финансирования все риски, связанные с реализацией проекта, распределяются между участниками таким образом, чтобы последние могли принимать на себя зависящие от них риски. Например, заемщик несет на себе все риски, связанные с эксплуатацией объекта; подрядчик берет риск за завершение строительства и т.п.

Проектное финансирование без регресса на заемщика на практике используется весьма редко. Данная форма связана со сложной системой коммерческих обязательств, а также высокими расходами на привлечение специалистов по экспертизе инвестиционных проектов, консультационные и другие услуги. Поскольку при проектном финансировании без регресса на заемщика кредитор не имеет никаких гарантий и принимает на себя почти все риски, связанные с реализацией проекта, необходимость компенсации этих рисков обуславливает высокую стоимость финансирования для заемщика. Без регресса на заемщика финансируются проекты, обладающие высокой рентабельностью. Как правило, этими проектами предусматривается выпуск конкурентоспособной продукции, например добыча и переработка полезных ископаемых.

Для успешной реализации инвестиционных проектов в мировой практике используют различные комбинации способов долевого и кредитного финансирования, гарантий и поручительств.

9.2. Соотношение Долг/Собственный капитал.

Для проектного финансирования характерен высокий коэффициент заимствования. Поэтому спонсоры соглашаются ограничивать суммы собственного капитала, которые они инвестируют в проект, чтобы улучшить доходность собственных инвестиций и тем самым привлечь максимально возможный заем.

После того как определен максимальный уровень займа для кредита, разница между этим показателем и суммой расходов на проект в принципе определяет сумму, выделяемую на приобретение акций (хотя некоторый пробел может быть заполнен при помощи мезонинного займа или грантов государственного сектора).

Уровень займа определяют два основных фактора:

- Требования заимодавцев относительно покрытия денежного потока. Очевидно, что существует принципиальная разница между проектом, для которого заключено проектное соглашение, обеспечивающее определенное представление о размере денежного потока и, следовательно, о суммах, предназначенных для погашения долга, и проектом, который продает товар на высококонкурентном и относительно непредсказуемом рынке без обеспечения хеджирования для риска, связанного с выручкой. Ясно, что в проект второго типа невозможно привлечь заем, равный по размеру займу для проекта первого типа.

Проект, расположенный в стране, характеризующейся высоким риском, не сможет привлечь значительный по объему заем, который вполне возможно привлечь для такого же проекта, но расположенного в стране, характеризующейся низким риском, поскольку заимодавцы посчитают, что денежный поток подвержен большему риску, даже если существует проектное соглашение.

Что касается определенности в отношении воздействия денежного потока на желаемый уровень покрытия (то есть ставки ежегодного покрытия при обслуживании долга, ставки покрытия на период кредитования, ставки покрытия для всего периода существования проекта), то чем меньше определенность, тем более высокие ставки покрытия будут затребованы.

- Требования заимодавцев относительно финансового рычага в проекте. Сточки зрения заимодавцев, соотношение Долг/Собственный капитал для отдельных видов проектов может быть следующим:
 - 90:10 для инфраструктурных проектов, для которых заключено проектное соглашение и нет риска использования (общественная больница, тюрьма);
 - 85:15 для проектов, связанных с производственным предприятием или электростанцией, для которых подписан контракт на продажу произведенной продукции;
 - 80:20 для инфраструктурных проектов, которые подразумевают риск использования (платная дорога);
 - 70:30 для проектов, связанных с добычей полезных ископаемых;
 - 50:50 для проектов, связанных с эксплуатацией коммерческой электростанции, для которых не заключены ни контракт на продажу произведенной продукции, ни контракты на хеджирование.

Если денежный поток проекта характеризуется высокой степенью определенности и высокими ставками ежегодного покрытия при обслуживании

долга и на покрытие в период кредитования, из этого может следовать, что нет необходимости вообще в собственном капитале, и при этом имеется денежный поток, достаточный для обеспечения 100% долгового финансирования.

Однако заимодавцы, как правило, заинтересованы, чтобы спонсоры в проекте рисковали приемлемой суммой собственного капитала; кроме того, обязательно должны быть излишки сумм на обслуживание долга, которые обязательно должны быть использованы.

Проектная компания должна продемонстрировать соответствие требуемому соотношению Долг/Собственный капитал после того, как началась коммерческая эксплуатация проекта. Расчеты основываются на суммах займа и собственного капитала вне зависимости от бухгалтерского баланса, и, если при финансировании используются несколько валют, расчет следует основывать на существующих курсах для них на дату подписания финансовой документации.

9.3. Выбор срока, валюты и типа кредитных средств для целей проектного финансирования.

Как правило, кредиты и облигации при проектном финансировании имеют более длительный срок погашения, чем обычный банковский кредит. Кредит под энергетический проект может иметь 15-летний период погашения, финансирование инфраструктурного проекта может занимать 25 и более лет. Кредитование проектов, связанных с добычей полезных ископаемых и телекоммуникациями, обычно подразумевает меньшие сроки погашения, поскольку жизненный цикл у них короче. Общий срок финансирования в основном определяется степенью уверенности в том, что проект будет приносить прибыль в долгосрочной перспективе. Таким образом, проектная компания, которая заключила соглашение сроком на 18-19 лет, будет стремиться привлечь финансирование на 20 лет.

Ставки покрытия определяются графиком погашения долга: при более коротком сроке погашения платежи по его обслуживанию будут выше, а ставки ежегодного покрытия при обслуживании долга и ставка покрытия на период кредитования будут более низкими; таким образом, если срок займа слишком короток, его невозможно будет погасить за счет прибылей.

На сроки финансирования также влияет местоположение проекта; если он расположен в стране, характеризующейся высоким риском, то они будут значительно короче, чем у такого же проекта, но расположенного в стране, характеризующейся низким риском. Для снижения валютных рисков нужно правильно структурировать валюту долгового портфеля. Считается, что валютному риску меньше подвержены компании, имеющие

валютную структуру долгового портфеля, аналогичную валютной структуре выручки компании. Например, если 30% продукции продается за доллары США, 30% - за евро и 40% - за рубли, то оптимальная структура долгового портфеля с точки зрения минимизации валютных рисков будет такой же.

Также при финансовом структурировании необходимо учитывать различия в типах кредитных средств. Заимодавцем могут быть открыты как кредитные линии с заданным лимитом, так и револьверные кредиты. Доля кредитных линий с заданным лимитом должна соответствовать затратам на инвестиционную фазу проекта, а возобновляемый кредит обычно применяется для финансирования оборотного капитала.

9.4. Формирование прибыли коммерческих банков при финансировании проектов, основные стоимостные параметры кредита

Банковская прибыль формируется за счёт разницы между полной стоимостью кредита и трансфертной ставкой. Полная стоимость кредита включает в себя:

- погашение основной суммы долга по кредиту,
- уплате процентов по кредиту,
- сборы (комиссии) за рассмотрение заявки по кредиту (оформление кредитного договора),
- комиссии за выдачу кредита,
- комиссия за открытие, ведение (обслуживание) счетов заёмщика (если их открытие и ведение обусловлено заключением кредитного договора),
- комиссии за расчётное и операционное обслуживание.

Трансфертная ставка устанавливается казначейством банка и действует на весь срок кредита. Трансфертные ставки рассчитываются на основе кривой рыночной доходности. Кривая доходности строится на основе выбранных рыночных индикаторов безрискового вложения банка в определенной валюте на соответствующий срок. Далее на основе кривой доходности строятся кривые продажи и покупки ресурсов казначейством. Ставка покупки корректируется на норматив резервирования, регламентированный Центральным банком для пассива данной валюты и срока. Ставка по ресурсам до востребования дополнительно корректируется на расчетный коэффициент отвлечения ресурсов на Ностро для платежей по онкольным (текущие счета, открывающиеся под залог товаров и ценных бумаг) счетам.

9.5. Формирование акционерной доходности и ее зависимость от стоимости кредитных ресурсов

Акционерная доходность при проектном финансировании формируется двумя путями:

- Доходы по акциям компании

Доходы по акциям проектной компании состоят из двух элементов: дивиденда, представляющего собой доход от текущей деятельности компании, и прибыли от портфельных операций, которую следует расценивать как изменение в основном цены (курса) акций.

Предприятия получают необходимый для своей деятельности капитал из различных источников. Привлечение финансовых ресурсов из различных источников оказывает неодинаковое влияние на благосостояние акционеров, поскольку затраты по привлечению финансовых средств различны.

Для оценки долгосрочных активов применяют модель CAPM (Capital Asset Pricing Model), которая определяет ожидаемую ставку доходности на долгосрочный актив.

Расчет стоимости обыкновенных акций. В общем случае стоимость привлечения средств с использованием обыкновенных акций можно рассчитать лишь приблизительно, потому что по обыкновенным акциям заранее не известен уровень дивидендов.

В современной практике применяется несколько основных подходов к расчету цены этого источника капитала:

- модель оценки капитальных активов;
- различные модели дисконтирования дивидендов и др.

Модель CAPM. Наиболее важная характеристика данной модели заключается в том, что ожидаемая доходность актива увязывается со степенью его рискованности, которая измеряется β -коэффициентом. Для того чтобы понять, каким образом складываются цены финансовых активов необходимо сконструировать модель. Модель оценки стоимости обыкновенных акций будет выглядеть следующим образом.

$$K_s = K_{rf} + (K_m - K_{rf}) \beta$$

K_s – цена обыкновенных акций, как источник финансирования.

K_{rf} – безрисковая доходность ценных бумаг.

K_m – рыночная стоимость или требуемая доходность портфеля ценных бумаг.

$(K_m - K_{rf})$ – рыночная премия за риск.

β – коэффициент, характеризующий меру изменчивости акций предприятия относительно среднего курса акций на рынке.

Чаще всего в качестве безрисковой ставки доходности рекомендуется использовать процент по долгосрочным государственным обязательствам.

β -коэффициент отражает уровень изменчивости конкретной ценной бумаги по отношению к усредненной и является критерием дохода на акцию по сравнению со средним доходом на рынке ценных бумаг.

2. Различные модели дисконтирования дивидендов. Например, согласно модели Гордона стоимость обыкновенных акций рассчитывается как ставка дисконтирования в формуле расчета рыночной стоимости обыкновенных акций предприятия. Рыночная стоимость обыкновенных акций устанавливается как дисконтированная стоимость ожидаемого потока дивидендов.

- Проценты по субординированному займу.

Проценты по субординированному займу являются еще одним источником формирования акционерной доходности. Субординированный займ более рискованный, чем обычное кредитование, так как выплаты по нему происходят после выплат по основному долгу, и, соответственно, он требует более высокую доходность. Так как субординированный займ – это средства акционеров, то по сути выплаты по нему можно рассматривать как дивиденды. Однако эти выплаты имеют преимущество в очередности оплаты над дивидендами по акциям и не облагаются налогом на дивиденды. Если компания имеет большую сумму субординированного долга, то она может испытывать трудности по обслуживанию своих обязательств перед младшими кредиторами.

9.6. Обслуживание долга.

Обслуживание долга (то есть процентные выплаты по кредиту и погашение основной задолженности) – это ключевой фактор в структуре финансирования, который влияет на ставку доходности инвесторов. Чем быстрее инвесторы получают дивиденды, тем выше ставка доходности. Таким образом, с одной стороны, инвесторы не стремятся к тому, чтобы прибыль от эксплуатации проекта уходила заимодавцам в счёт дивидендов. С другой стороны, заимодавцы обычно хотят чтобы долг был погашен в максимально короткие сроки. Очень важно найти баланс между этими требованиями.

9.7. Основные ковенанты и их использование.

Основным условием предоставления заемного капитала является определение основных обязательств, ограничений и финансовых ковенант (расширенный список ковенант и методику их расчета см. в Приложении 1).

Ковенанты покрытия:

1. Debt Service Coverage Ratio (Покрытие обязательств, погашаемых в каждом прогнозном периоде, чистым денежным потоком соответствующего прогнозного периода) Критерий оценки $DSCR \geq 1.3$.

Применяется для контроля достаточности в рамках каждого отчетного квартала прогнозного периода ожидаемых денежных поступлений (в том числе за счет привлечения новых кредитов, возврата займов, вкладов в уставный капитал и продажи основных

фондов) для покрытия кредитных обязательств, погашаемых в соответствующем отчетном квартале.

$$\frac{CF + Cash_n + DS}{DS}$$

2. Loan Life Debt Coverage ratio (Покрытие обязательств по основному долгу кумулятивным FCFF, получаемым за срок обязательств). Критерий оценки $LLCR \geq 1.35$.

Применяется для контроля достаточности ожидаемых денежных поступлений по Проекту (поставки продукции/работ/услуг) для надлежащего исполнения кредитных обязательств, погашение которых запланировано за счет поступлений по данному проекту.

$$\sum \frac{FCFF}{(1+r)^t} / Loan$$

3. PLCR (Project Life Coverage Ratio) – коэффициент покрытия кредита на период проекта. Критерий оценки $PLCR \geq 1.35$.

Рассчитывается, как приведенная стоимость будущих денежных потоков по операционной и инвестиционной деятельности за оставшийся период проекта, деленная на непогашенный остаток по кредитам.

Некоторые другие ковенанты:

1. Cumulative Sales (Кумулятивный объем выручки с момента начала реализации проекта)

Применяется при наличии неопределенности в части заложенных в прогноз объемов, сроков или стоимости реализации продукции.

2. Cumulative CFO (Кумулятивный денежный поток от операционной деятельности)

Применяется при наличии неопределенности в части заложенных в прогноз рентабельности проекта или объемов операционных затрат.

3. Cumulative CFI (Кумулятивный денежный поток от инвестиционной деятельности)

Применяется при наличии неопределенности в части сроков и объемов заложенных в проект планов инвестиций и формирования доходов от продажи инвестиционных объектов.

4. Cumulative CFF (Кумулятивный чистый поток от финансовой деятельности)

Применяется при наличии неопределенности в части заложенных в прогноз объемов или сроков финансирования.

5. Loan to Assets (Соотношение совокупных обязательств по проекту и суммы активов, созданных в рамках проекта)

Применяется при наличии неопределенности в части соответствия объемов финансирования проекта и стоимости создаваемых в его рамках активов.

Liabilities

Assets

9.8. Использование ковенант в российском праве.

В настоящее время ковенантные условия анализируются в судебных актах, которые приняты на разных уровнях системы арбитражных судов. Ковенанты получили достаточно широкую практику рассмотрения в арбитражных судах (как по вертикали, так и по горизонтали системы арбитражных судов).

Президиум ВАС опубликовал Обзор судебной практики разрешения споров, связанных с применением положений Гражданского кодекса о кредитных договорах, который имеет рекомендательную силу для арбитражных судов и касается разрешения споров об ограничительных (негативных) ковенантах. Президиум ВАС в качестве рекомендованной указывает практику признания правомерными условий кредитных договоров относительно обязанности заемщика воздержаться от совершения определенных действий, в том числе совершения определенных видов сделок, если (а) действия заемщика в достаточной степени конкретизированы, (б) обязанность их не совершать ограничена временными рамками, при этом (в) принятие на себя такого рода обязанностей связано с получением кредита.

Помимо того, что разные виды ковенантов начали рассматриваться судами различного уровня, важным обстоятельством является то, что ковенанты стали основным вопросом при рассмотрении судебных дел. Дело в том, что в практике прошлых лет арбитражные суды ссылались на ковенанты только в качестве дополнительного основания для досрочного погашения задолженности по договору, а требования кредитора о досрочном взыскании кредита удовлетворяли на основании просрочки, которую допустил должник. Напротив, в настоящее время нарушение ковенантов является самостоятельным основанием для удовлетворения требований кредиторов, возникших в связи с нарушением ковенантов. Нарушение ковенантов признается арбитражными судами достаточным основанием для применения последствий, связанных с их нарушением.

Арбитражные суды дают правовую оценку и применяют ковенанты при рассмотрении споров о признании ковенантных условий кредитного договора недействительными, о реализации прав кредитора требовать досрочного погашения кредита в связи с нарушением ковенантов, а также о взыскании неустойки и (или) повышенных процентов по договору.

- Требование о признании ковенантов недействительными

Требования должника о признании ковенанта недействительным как ограничивающего право должника на осуществление принадлежащих ему прав по своему усмотрению в исследованный период рассматривались арбитражными судами достаточно редко. В настоящее время арбитражной практикой включение ковенантов в кредитный договор практически всегда признается законным.

В поддержку правомерности использования ковенантов арбитражные суды ссылаются на принцип свободы договора (статья 421 Гражданского кодекса) и основные начала (принципы) гражданского законодательства (статья 1 Гражданского кодекса).

Арбитражные суды указывают, что «подписав договор о предоставлении кредита, заемщик соглашается со всеми его условиями, то есть принимает на себя обязательства по выполнению всех условий договора. Соответственно, данные условия имеют для сторон обязательную силу».

- Требование о досрочном взыскании долга

Право кредитора требовать досрочного возврата кредита при нарушении ковенантов является самым распространенным последствием нарушения ковенантов, применяемым в арбитражной практике. Арбитражные суды признают несостоятельными доводы заемщиков о недействительности условия кредитного договора о праве кредитора требовать досрочного возврата кредита при нарушении ковенантов. Арбитражные суды указывают, что данные условия соответствуют принципу свободы договора (статья 421 Гражданского кодекса), и корреспондируют праву банка досрочно взыскать предоставленные кредиты и начисленные по ним проценты при нарушении заемщиком обязательств по договору (статья 33 Федерального закона Российской Федерации от 2 декабря 1990 г. N 395-1 «О банках и банковской деятельности»). Кроме того, «перечень оснований для досрочного возврата кредита, установленный законом, не является закрытым, поэтому стороны вправе по своему усмотрению предусмотреть иные основания для досрочного возврата кредита».

- Взыскание неустойки и повышенных процентов по кредиту

Другим последствием нарушения ковенантов является возникновение права кредитора взыскивать неустойку либо повышенные проценты по кредиту. В арбитражной практике данное последствие нарушения ковенанта используется только при нарушении заемщиком (группой компаний заемщика) обязанности по поддержанию оборота денежных средств по расчетным счетам должника (группы компаний должника) в банке кредитора в определенном сторонами размере.

- Какова практика применения общего ковенанта о недопущении ухудшения финансового положения?

В настоящее время в российской банковской практике распространенной является практика включения в кредитный договор вместо финансовых ковенантов (основанных на указании определенных финансовых показателей) условия об обязанности заемщика не допускать ухудшения своего финансового положения.

В случае получения кредитором информации, дающей основания предполагать, что имеется угроза ухудшения финансового положения заемщика, либо такое ухудшение уже произошло, кредитор получает право требовать от должника досрочного возврата кредита. При этом условия кредитного договора не содержат конкретных финансовых показателей хозяйственной деятельности, которые должен соблюдать должник.

В качестве показателей ухудшения финансового положения заемщика арбитражная практика принимает следующие обстоятельства: возникновение просроченной задолженности по кредитному договору; просьба заемщика о пролонгации срока возврата кредита в связи с финансовыми трудностями по одному из кредитных договоров, заключенных между сторонами; предъявление требования о взыскании крупной суммы задолженности по какому-либо договору заемщика; уменьшение размеров активов заемщика.

Позитивной тенденцией практики арбитражных судов является повсеместное признание правомерности ковенантов (в случае их оспаривания) и предоставление кредитору судебной защиты в реализации прав, основанных на нарушении ковенантов. Большинство ковенантов получает судебную защиту вне зависимости от вида и формулировок соответствующих условий. Несмотря на то, что арбитражные суды иногда ссылаются на ковенанты только в качестве дополнительного основания для досрочного погашения задолженности по кредитному договору, переход к признанию правомерности включения ковенантов в кредитный договор является очевидным.

9.9. Погашение кредитных ресурсов и рефинансирование.

В рамках досрочного погашения кредита проектной компании принудительно производится очистка счетов денежных средств. Другие принудительные платежи требуются, если:

- Проектная компания получает прибыль от продажи активов (за исключением денежных средств, используемых для замены актива);
- Получены платежи от подрядчика в счет заранее оцененных убытков (в размере, достаточном, чтобы обеспечить ставки покрытия для заимодавцев; избыточные суммы заранее оцененных убытков, добавляемые к денежному потоку, распределение которого осуществляется на основании согласованной приоритетности);

- Получены страховые компенсации, не используемые при реконструкции проекта.

В этих случаях денежные средства направляют на осуществление досрочных платежей. Принудительное досрочное погашение кредита становится обязательной мерой, если заимодавцы не имеют законодательных предписаний сохранять кредит; обычно такая ситуация возникает в случае использования международных санкций, применяющихся в отношении страны, в которой расположена проектная компания. Проектная компания также может добровольно захотеть уменьшить кредит, заблаговременно погасив его частично или полностью, если:

- Вся сумма привлеченного финансирования не нужна;
- В результате ограничение на распределение денежных средств, наложенных заимодавцами или вследствие других причин инвесторам, может быть более выгодно досрочно погасить часть долга, а не замораживать средства на счетах проектной компании, так как это создает проблему в определении адресата платежа;
- Проектная компания может захотеть выплатить досрочно весь кредит и провести рефинансирование из другого источника на более привлекательных условиях.

Достаточно часто в проектном финансировании используют досрочное погашение всего кредита в рамках рефинансирования, потому что оно может значительно улучшить доходность инвесторов. Таким образом, поскольку инвесторы могут иметь стратегию реализации стоимости в рамках продажи части своих акций, когда риск будет значительно снижен (то есть после окончания строительства), то проектной компании необходимо изучить стратегию рефинансирования до оформления первоначального кредита.

В большинстве сделок проектного финансирования банк заимодавцев уже готов согласиться на проведение рефинансирования на любой стадии проекта, но они могут потребовать плату (0,5-1% от общей суммы), если процедура осуществляется на стадии строительства и, возможно, в первую пару лет эксплуатации. Следует отметить, что, хотя банк заимодавцев лояльно относится к заблаговременному погашению кредита, инвесторы в облигации обычно не согласны с этим и, возможно, в случае их согласия на предварительное погашение сделка будет сопровождаться по меньшей мере наложением значительного штрафа. Экспортно-кредитные агентства, которые выплачивают предварительную премию, покрывающую их риск на протяжении всего срока финансирования, обычно не согласны возвращать ее при раннем погашении кредита посредством рефинансирования.

Более сложная ситуация возникает, если проектная компания хочет провести частичное рефинансирование кредита, составной частью которого является другой кредит или

другое долговое обязательство, так как в этом случае между кредиторами возникают очень сложные взаимоотношения; или она хочет пустить в оборот финансирование, которое предоставляется Европейским инвестиционным банком, – в этом случае коммерческому банку заимодавцев будет предложено перевести часть своего кредита в гарантии для коммерческих рисков. Если условия, позволяющие произвести такую операцию, не были согласованы заранее, то у первоначальных заимодавцев будет возможность оказать давление на проектную компанию и заставить ее выкупить их согласие на проведение нового займа.

На многих сложных рынках банки не заинтересованы нести риск рефинансирования для кредитов с растянутым сроком погашения. Покупатель или государственный партнер по контракту также могут рассматривать возможности рефинансирования в рамках проектного соглашения.

9.10. Правило «тонкой» капитализации и субординация.

Тонкая капитализация – форма капитализации компании, при которой ее капитал состоит из небольшого количества акционерных средств и, с точки зрения налоговых органов, слишком большого количества заемных средств. Законодательство некоторых стран предусматривает в таких случаях возможность рассматривать проценты по займам как дивиденды, запрещая, таким образом, пользоваться налоговой льготой в связи с процентными платежами.

Правила тонкой капитализации применяются в целях ограничения величины затрат на выплату процентного дохода, которую компании могут вычитать из налогооблагаемого дохода, понесенных в отношении некоторых долговых обязательств.

В целом, ограничения вычитаемых затрат по выплате процентного дохода, которые вводят в действие, когда компания считается «тонко» капитализированной, обычно касается только тех ситуаций, при которых акционерам или прочим лицам, зависимым от компании, выплачивается процентный доход. Эти правила обычно не применяются для ограничения подлежащих вычету других затрат, связанных с выплатой процентного дохода.

Идея, лежащая в основе правил тонкой капитализации, предполагает, что компания не в состоянии осуществлять операции без наличия достаточного собственного капитала.

«Акционерный капитал» является капиталом компании, который образовался благодаря вкладам его владельцев (или который образовался в результате реинвестирования дохода в капитал компании). Акционерный капитал представляет собой сумму средств, подвергаемую риску, и находящуюся в распоряжении коммерческого предприятия, связанного с риском. Владельцы процентного дохода на вложенный капитал получают

ценные бумаги в виде акций, и они вправе участвовать в доходах компании, получая дивиденды, которые периодически объявляются и выплачиваются акционерам.

Дивиденды не являются затратной статьей компании, и менее всего они могут относиться к вычитаемым затратам. Скорее всего, благодаря им, владельцы компании получают возможность извлекать свою долю прибыли из своей компании.

Величина акционерного капитала в виде вкладов владельцев репрезентирует величину «риска», о которой договорились владельцы вкладов. При ликвидации компании владельцы таких вкладов получают свои деньги обратно в самую последнюю очередь. Им компенсируют лишь ту часть их вкладов, которая остается после уплаты всем остальным кредиторам этой компании. Иными словами, существующий риск заключается в том, что, если компания плохо управляла своими операциями, у нее окажется недостаточно средств для компенсации вкладов акционеров.

Достижение значительной величины акционерного капитала отвечает интересам компании. Это позволяет ей занимать привилегированное положение при изыскании финансовых средств у других источников. Важно, чтобы заимодавцы или кредитные организации были убеждены в наличии у компании необходимых финансовых ресурсов и высокой степени готовности для компенсации вкладов акционеров на случай банкротства компании или ее ликвидации в силу других причин.

Ситуация, связанная с «задолженностью», обладает совершенно иной природой. Расчеты с кредиторами компании обладают более высоким приоритетом в случае ликвидации компании. Иными словами, они несут меньший риск в отношении своих инвестиций в компанию в силу самой природы таких инвестиций. Однако, затраты, связанные с финансированием, относятся к производственным затратам, которые подлежат вычету из налогооблагаемого дохода. При отсутствии всяких ограничений, чем выше затраты компании на выплату процентного дохода, тем меньше величина ее налогооблагаемого дохода.

Владельцы компании испытывают большой соблазн структурирования своих инвестиций в виде выгодного для них отношения задолженности к собственному капиталу. Они будут пытаться выдавать максимальную величину своих инвестиций за ту или иную форму долговых обязательств перед кредиторами, с тем чтобы компания по крайней мере могла вычесть затраты, связанные с выплатами этим кредиторам, в форме выплаты процентного дохода, а не дивидендов. Однако, образование слишком высоких долговых обязательств по отношению к собственному капиталу, создает для компании неблагоприятное реноме в глазах ее инвесторов и кредиторов. Поэтому, можно сказать, что «хорошее самочувствие»

баланса компании выступает в качестве противодействия стремлению акционеров заполучить ценные бумаги по долговым обязательствам компании, а не только ее акции. Правила тонкой капитализации используются для решения проблемы налогообложения затрат, связанных с выплатой процентного дохода, когда отношение задолженности к собственному капиталу компании превышает величину, которая считается установленной в качестве допустимого уровня. Вообще говоря, повышенный процентный доход, выплачиваемый акционерам, может быть представлен в виде дивиденда, и по этой причине он может не вычитаться компанией. В некоторых случаях идея тонкой капитализации получает более широкое толкование, которое включает ее применение в отношении ограниченного процентного дохода, выплачиваемого всем взаимозависимым лицам, а не только акционерам компании.

Так как процентный доход, выплачиваемый акционерам, подлежит налогообложению в полном объеме, это облегчает решение некоторых проблем, вызываемых повышенной задолженностью перед акционерами. В некоторых странах процентный доход облагается налогом по более высоким ставкам, чем доход в виде дивидендов, который акционеры могут полностью вычитать из своего налогооблагаемого дохода. По этим причинам, в ряде стран правила тонкой капитализации применяются только в отношении процентного дохода, выплачиваемого акционерам (или взаимозависимым лицам), местонахождение которых не совпадает со страной, в которой находится компания, выплачивающая им процентный доход. В таком случае, выплата процентного дохода, вычитаемого у лица, находящегося в стране с иным налоговым законодательством, создает проблему, при которой отечественные компании лишаются своих законных доходов. Однако, такие страны как Франция и США сохраняют возможность для отражения в виде дивидендов процентного дохода, который выплачивается даже отечественным акционерам.

Субординированный кредит – это специфическая форма финансирования, предоставляемого в виде кредита для пополнения собственного капитала. Выплата тела кредита происходит по окончании срока кредитования. В случае банкротства заемщика требования кредитора по субординированному кредиту не могут быть удовлетворены до полного удовлетворения требований иных кредиторов (в этом основная суть субординации). Иными словами, субординированный кредит предоставляет приоритет одним кредиторам при погашении задолженности перед субординированными кредиторами (или кредиторами последней инстанции).

Вместо внесения средств в уставной капитал проектной компании спонсоры могут выдать проектной компании субординированный займ. Субординированные займы погашаются после выплаты старшего долга и процентов по нему, однако, до выплаты дивидендов

акционерам. В качестве альтернативного источника государственной поддержки, на начальной стадии проекта правительства могут предоставлять компаниям субординированные кредиты на льготных условиях, что может оказаться решающим фактором для обеспечения экономической эффективности проекта. Предоставляя компаниям субординированный кредит, правительство может профинансировать часть капитальных затрат, не покрываемых старшим долгом и собственным капиталом.

9.11. Рефинансирование субординированных займов и влияние на акционерную доходность.

Проценты по субординированному займу являются еще одним источником формирования акционерной доходности. Субординированный займ более рискованный, чем обычное кредитование, так как выплаты по нему происходят после выплат по основному долгу, и, соответственно, он требует более высокую доходность. Так как субординированный займ выдается акционерами, то по сути выплаты по нему можно рассматривать как дивиденды. Однако эти выплаты имеют преимущество в очередности оплаты над дивидендами по акциям и не облагаются налогом на дивиденды.

Нельзя сказать однозначно, как поведет себя акционерная доходность после рефинансирования субординированного долга. Например, если компания имеет большую сумму субординированного долга, то она может испытывать трудности по обслуживанию своих обязательств перед младшими кредиторами. В ситуации, когда уровень процентных выплат «съедает» прибыль, компания может рефинансировать субординированный долг кредитными средствами банка под меньшую ставку, если это позволяет ситуация на рынке. Когда акционерам возвращают сумму субординированного займа, его замещают кредитные средства, и процентная нагрузка на компанию падает. Это ведет к увеличению показателя FCFE, который показывает сумму денег, которые могут быть выплачены акционерам. Но вместе с тем у акционеров возникает проблема поиска новых проектов для реинвестирования собственных средств, так как все безрисковые вложения приносят меньшую доходность, чем акции и субординированный займ.

9.12. Обеспечение

При описании методов защиты интересов кредиторов обычно используется понятие обеспечения. Под последним понимаются виды и формы гарантированных обязательств заемщика перед кредитором по возвращению кредита в случае его возможного невозврата заемщиком. Принципиальная особенность традиционного кредитования заключается в том, что интересы кредитором обеспечиваются существующими активами заемщика и других участников проекта. При этом под существующими активами имеются в виду не только учтенные на балансе основные средства, которые можно предоставить в залог, но и

доходы от основной хозяйственной деятельности заемщика и других заинтересованных в реализации проекта сторон, готовых нести ответственность по обязательствам заемщика.

В качестве приемлемых способов обеспечения российскими банками рассматриваются:

- Банковские гарантии (контргарантии) и/или векселя приемлемых банков;
- Векселя предприятия-заемщика, авалированные надежными российскими банками;
- Векселя крупных предприятий и организаций, в том числе бюджетных;
- Поручительство солидных компаний;
- Различные залоговые ценные бумаги, ликвидный товар в обороте, недвижимость);
- Подтвержденные в уполномоченных банках форвардные контракты на поставку готовой продукции;
- Экспортная выручка по контрактам с экспортерами;
- Открытие обеспечительных депозитных счетов типа «эскроу».

Обычным условием кредитования является перевод расчетных, валютных и депозитных счетов предприятия, а также обслуживание его экспортных контрактов в банк-кредитор, чтобы последний по движению средств на счетах мог легко отслеживать динамику финансового положения заемщика и при необходимости применять неотложные меры по защите своих интересов.

Наиболее предпочтительно ликвидное обеспечение. В то же время банки обычно крайне неохотно идут на залог основных средств или акций предприятий, учитывая малую ликвидность этих видов активов. На практике формируемое обеспечение имеет комплексный характер и включает как ликвидные и надежные виды, так и любые другие, которыми располагает предприятие. Иностранные кредиторы, как правило, в качестве обеспечения требуют открытия обеспеченных накопительных счетов типа «эскроу» в зарубежных банках, государственные гарантии или поручительства администраций субъектов Российской Федерации. Залог имущества российских предприятий как вариант обеспечения ими за редким исключением не рассматривается. Обязательным условием участия иностранных коммерческих банков также является защита их интересов от страновых рисков.

По мнению многих банкиров при выдаче кредита целесообразно иметь три уровня безопасности, защищающих кредитора от невыполнения заемщиком своих обязательств. Первый уровень – это поток наличности, доход предприятия от основной и проектной деятельности. Именно на его достаточность в первую очередь ориентируются банки при выдаче кредитов. Второй уровень – это активы, предлагаемые заемщиком в качестве обеспечения. Наконец, третий уровень представлен поручительствами и имуществом

третьих лиц. Защита второго и третьего уровней вступает в действие только тогда, если по каким либо причинам первый уровень не срабатывает.

9.13. Синдикация и проблемы, связанные с участием нескольких финансирующих организаций.

Достаточно часто в сделке по проектному финансированию участвует несколько групп заимодавцев, например банковский синдикат и инвесторы в облигации, банковский синдикат, предоставляющий заем с покрытием экспорно-кредитного агентства и банковский синдикат, который не требует покрытия экспортно-кредитного агентства, национальные и иностранные банки.

Каждая из этих групп будет заключать собственное кредитное соглашение с проектной компанией, но группам, которые предоставляют кредит, также необходимо создать механизм взаимодействия, иначе очень скоро проектная компания уподобится кости, которую рвут две собаки, а проект при этом будет разложен на составные части. Хотя проектная компания может напрямую не участвовать в соглашениях, принимаемых кредиторами, она заинтересована в том, чтобы они имели практический смысл и были эффективными.

Как минимум соглашения между кредиторами необходимо подписать, чтобы:

- Скоординировать деятельность всех групп заимодавцев в процессе подписания финансовой документации (обычно процесс оформления финансовой документации для одного кредита не может быть завершен, если по другому кредиту еще только готовят финансовую документацию);
- Пропорционально разделить обеспечение;
- Принять единое решение по вопросам отказа от требований, внесения изменений и взыскания, в таких случаях обычно голосование проводят среди групп: каждая группа заимодавцев проводит собственное голосование, а затем вырабатывает единое решение (голоса распределяются пропорционально для участия) для всех заимодавцев.

В процессе взаимодействия различным группам кредиторов более выгодно избегать прямого столкновения интересов; для этого они могут заключать многоцелевые соглашения о взаимодействии (соглашение об общих условиях, соглашение об общих условиях, соглашение о координации проекта или соглашение о софинансировании).

Соглашения о взаимодействии в отношении отдельного кредита могут касаться не только суммы кредита и процентной ставки.

Статьи, включаемые в соглашение о взаимодействии:

- Общий график погашения;

- Перечень предварительных условий, которые необходимо выполнить в процессе подписания документации для финансирования и при выводе средств со счетов;
- Договоренности о приоритетности использования каждого кредита и координации действий заимодавцев после завершения строительства или в случае наступления дефолта, чтобы сохранять пропорциональную основу для использования всех кредитов;
- Заявления и гарантии;
- Договоренности;
- Приоритетность использования денежного потока и резервные счета;
- Перечень фактов несостоятельности;
- Назначение агента для всех групп кредиторов в качестве центра осуществления платежей и констатации принятых решений;
- Процедура голосования и процедуры взыскания;
- Документация по обеспечению.

Если эти вопросы не регулируются общим голосованием, то спонсоры в каждом случае должны будут вести сложные переговоры; если договоренности не будут достигнуты, то вполне вероятно, что проектная компания столкнется с большими трудностями при взаимодействии с различными группами заимодавцев, которые будут преследовать различные цели, что нанесет вред как им, так и инвесторам. Наличие соглашения о взаимодействии подразумевает также юридические выгоды: если группы заимодавцев могут представлять различные страны, следовательно, они будут заинтересованы, чтобы документация по кредиту подчинялась законам страны, в которой они проживают. Даже если документация по кредитам различных групп абсолютно идентична, различные юридические системы могут давать различную интерпретацию используемых формулировок. Эту проблему решает подписание соглашений по кредитам с ограниченными возможностями, а затем заключается соглашение о взаимодействии, которое основано на одном традиционном законодательстве.

В дальнейшем проблемы между отдельными группами заимодавцев могут возникнуть, только если в основе кредитов, которые они предоставляют, лежат различные принципы финансирования:

- Участники процентного обмена;
- Заимодавцы, предоставляющие кредит с фиксированной ставкой;
- Заимодавцы, предпочитающие кредиты с различной степенью обеспечения;
- Лизинговые компании;

- Заимодавцы, предоставляющие субординированное или мезонинное финансирование.

Приложение 1. Основные ковенанты и их расчет.

1. Общая платежеспособность

Рекомендации по применению:

- ограничение роста долговой нагрузки на заемщика/Группу в период действия обязательств перед банком.
- применяется в отношении заемщиков с цикличным или нестабильным уровнем рентабельности, обусловленной спецификой деятельности, либо использующим практику оптимизации налогообложения.

Обязательства

$Выручка_{12}$

Обязательства	
+	Стр. 1400 Долгосрочные обязательства (Форма №1)
+	Стр. 1500 Краткосрочные обязательства (Форма №1)
-	Стр. 1530 Доходы будущих периодов (Форма №1)
Выручка₁₂	
+	Стр. 2110 Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей) за последние 12 месяцев (Форма №1)

2. Напряженность обязательств

Рекомендации по применению:

- ограничение роста долговой нагрузки на заемщика/Группу в период действия обязательств перед банком.
- применяется в отношении заемщиков со стабильным уровнем рентабельности.

TotalDebt

$Ebitda_{12}$

Total Debt

+	Стр. 1410 Займы и кредиты (долгосрочные) (Форма №1)
+	Стр. 1510 Займы и кредиты (краткосрочные) (Форма №1)
Ebitda₁₂	
+	Стр. 2300 Прибыль до уплаты налогов (Форма №2) x 12/Тм
+	Стр. 2330 Проценты к уплате (Форма №2) x 12/Тм
-	Стр. 2320 Проценты к получению (Форма №2) x 12/Тм
+	Начисленная амортизация за последний полный финансовый год
Тм – количество месяцев в отчетном периоде (3,6,9 или 12)	

3. Gross Profit Margin (Рентабельность по валовой прибыли в отчетном периоде)

Рекомендация по применению:

- применяется в отношении заемщиков, имеющих планово отрицательную рентабельность либо в случаях, когда рентабельность деятельности по чистой прибыли непоказательна в связи с использованием схемы оптимизации налогообложения или по иным основаниям.

$$\frac{\text{Валовая прибыль}}{\text{Выручка}}$$

Валовая прибыль	
+	стр. 2100 Валовая прибыль (Форма №2) ₀
Выручка	
+	стр. 2110 Выручка (Форма №2) ₀

4. Краткосрочная платежеспособность

Рекомендации по применению:

- ограничение роста краткосрочной долговой нагрузки на заемщика/Группу в период действия обязательств перед банком.

- применяется в отношении заемщиков, в деятельности которых отмечается повышенная волатильность выручки в течение календарного года либо повышенная волатильность краткосрочных обязательств в связи с сезонной цикличностью деятельности.

Краткосрочные обязательства

Выручка₁₂

Краткосрочные обязательства	
+	Стр. 1500 Краткосрочные обязательства (Форма №1)
-	Стр. 1530 Доходы будущих периодов (Форма №1)
Выручка₁₂	
+	Стр. 2110 Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей) за последние 12 месяцев (Форма №2)

5. Interest Coverage (Покрытие процентных обязательств)

Рекомендации по применению:

- применяется в отношении заемщиков, традиционно функционирующие при высоком уровне долговой нагрузки по кредитам и займам или планирующих существенный рост долговой нагрузки (например, в связи с планом реализации инвестиционной программы или сезонной закупкой сырья и т.д.).

EBIT

Проценты

Ebit	
+	Стр. 2300 Прибыль до уплаты налогов (Форма №2)
+	Стр. 2330 Проценты к уплате (Форма №2)
Проценты	
+	Стр. 2330 Проценты к уплате (Форма №2)

6. Minimum Net Working Capital (Величина собственного оборотного капитала)

Рекомендация по применению:

- применяется в отношении заемщиков, использующих (планирующих использовать) практику финансирования долгосрочных инвестиций за счет краткосрочных кредитов или осуществляющих вложения непроизводственного характера (займы третьим лицам, облигации и т.д.).

Net Working Capital	
+	Стр. 1200 Итог по разделу Оборотные активы (Форма №1)
-	Стр. 1500 Краткосрочные обязательства (Форма №1)
-	Стр. 1530 Доходы будущих периодов (Форма №1)

7. Обеспеченность собственными оборотными средствами

Рекомендация по применению:

- применяется в отношении заемщиков, в деятельности которых отмечается высокий риск ухудшения ликвидности.

Собственный оборотный капитал

Выручка₁₂

Собственный оборотный капитал	
+	Стр. 1200 Итог по разделу Оборотные активы (Форма №1)
-	Стр. 1500 Краткосрочные обязательства (Форма №1)
-	Стр. 1530 Доходы будущих периодов (Форма №1)
Выручка₁₂	
+	Стр. 2110 Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей) за последние 12 месяцев (Форма №2)

8. Loan Life Contract Coverage Ratio (Покрытие обязательств поступлениями по контрактам)

Рекомендация по применению:

- применяется в отношении сделок контрактного финансирования для осуществления контроля достаточности ожидаемых денежных поступлений по финансируемому контракту.

Поступления по контракту в прогнозный период

Обязательства перед ГПБ к погашению в прогнозный период

Поступления по контракту в прогнозный период	
+	Выручка по контракту, ожидаемая в течение срока действия обязательств по кредитному продукту банка, погашение которого планируется за счет денежных поступлений по контракту
Обязательства перед банком к погашению в прогнозный период	
+	Максимально возможная сумма обязательств по кредитному продукту банка (основной долг + проценты), погашение которого планируется за счет денежных поступлений по контракту

9. Покрытие обязательств законтрактованной выручкой

Рекомендация по применению:

- применяется в отношении заемщиков, имеющих специфический (немассовый) характер спроса на производимую продукцию/работы/услуги (работающих на заказ).
- используется при наличии неопределенности в части возможности обеспечения достаточной контрактной базы в период кредитования заемщиков, деятельность которых зависит от небольшого числа крупных контрактов.

Объем законтрактованной выручки

Обязательства по кредитам и займам

Объем законтрактованной выручки	
+	Объем заключенных контрактов с заказчиками на дату оценки
Обязательства по кредитам и займам	
+	Стр. 1400 Долгосрочные обязательства (Форма №1)

+	Стр. 1500 Краткосрочные обязательства (Форма №1)
---	--

10. Collateral Coverage (Покрытие обязательств залоговым обеспечением)

Рекомендация по применению:

- применяется в случае наличия риска обесценения «основного» залогового обеспечения, т.е. обеспечения, реализация которого рассматривается как реальный источник погашения обязательств заемщика в случае дефолта.

$$\frac{\sum_{i=1}^n \left[\min\left(\frac{Collateral_i}{Loan_i}; 1\right) \times Loan_i \right]}{\text{Обязательства}}$$

Colateral_i	
+	Залоговая стоимость пакета «основного» обеспечения, оформленного по <i>i</i> -тому кредитному продукту банка
Loan_i	
+	Объем обязательств перед банком (основной долг + % за 12 месяцев) по <i>i</i> -тому кредитному продукту
Обязательства	
+	Совокупные обязательства по всем кредитным продуктам перед банком

11. Debt Service Coverage Ratio (Покрытие обязательств, погашаемых в каждом прогнозном периоде, чистым денежным потоком соответствующего прогнозного периода)

Рекомендация по применению:

- применяется для контроля достаточности в рамках каждого отчетного квартала прогнозного периода ожидаемых денежных поступлений (в том числе за счет привлечения новых кредитов, возврата займов, вкладов в уставный капитал и продажи основных фондов) для покрытия кредитных обязательств, погашаемых в соответствующем отчетном квартале.
- используется по всем сделкам проектного финансирования.

$$\frac{CF + Cash_n + DS}{DS}$$

DS	Денежные платежи по обслуживанию обязательств (основной долг + %) в отчетном периоде (квартал)	
	+	Стр.8 (Форма №901) «Погашение процентов и комиссий по кредитам и займам (исключая кредиты банка)»
	+	Стр.9 (Форма №901) «Погашение процентов по кредитам банка»
	+	Стр.10 (Форма №901) «Погашение комиссий по кредитам банка»
	+	Стр.24 (Форма №901) Погашение кредитов (за исключением кредитов банка)
	+	Стр.25 (Форма № 901) Погашение займов
	+	Стр.26 (Форма № 901) Погашение кредитов банка
CF	Денежный поток за период	
	+	Стр.32 (Форма №901) «Денежный поток за период»
Cash	Остаток денежных средств на начало периода (входящий остаток средств)	

12. Loan Life Debt Coverage ratio (Покрытие обязательств по основному долгу кумулятивным FCFF, получаемым за срок обязательств)

Рекомендация по применению:

- применяется для контроля достаточности ожидаемых денежных поступлений по Проекту (поставки продукции/работ/услуг) для надлежащего исполнения кредитных обязательств, погашение которых запланировано за счет поступлений по данному проекту.
- используется по всем сделкам проектного финансирования.

$$\sum \frac{FCFF}{(1+r)^t} / Loan$$

FCFF	Свободный денежный поток фирмы (денежный поток без учета финансовой деятельности) $FCFF = CFO + \% \times (1 - tax\ rate) + CFI$
r	Эффективная ставка по долгу
Loan	Непогашенный остаток основного долга и капитализированные проценты на дату оценки
CFO	Прогнозный чистый денежный поток от операционной деятельности
	+ Стр.1 (Форма №904) «Выручка от реализации (включая полученные авансы)»
	+ Стр.2 (Форма №904) «Прочие поступления»
	– Стр.3 (Форма №904) «Оплата товаров, работ, услуг (включая выданные авансы)»
	– Стр.4 (Форма №904) «Оплата труда»
	– Стр.5 (Форма №904) «Расчеты с бюджетом»
	– Стр.6 (Форма №904) «Расчеты с внебюджетными фондами»
	– Стр.7 (Форма №904) «Коммерческие расходы»
	– Стр.8 (Форма №904) «Погашение процентов и комиссий по кредитам и займам (исключая кредиты банка)»
	– Стр.9 (Форма №904) «Погашение процентов по кредитам банка»
	– Стр.10 (Форма №904) «Погашение комиссий по кредитам банка»
– Стр.11 (Форма №904) «Прочие расходы»	
%	+ Стр.8 (Форма №904) «Погашение процентов и комиссий по кредитам и займам (исключая кредиты банка)»
	+ Стр.9 (Форма №904) «Погашение процентов по кредитам банка»

	+	Стр.10 (Форма №904) «Погашение комиссий по кредитам банка»
Tax rate		Ставка налога на прибыль
CFI		Прогнозный чистый денежный поток от инвестиционной деятельности
	+	Стр. 16 (Форма №904) Приобретение основных средств и иных внеоборотных активов
	+	Стр. 17 (Форма №904) Приобретение ценных бумаг и иных финансовых вложений
	+	Стр. 18 (Форма №904) Предоставление займов третьим лицам
	-	Стр. 12 (Форма №904) Доход от продажи основных средств и иных внеоборотных активов
	-	Стр. 13 (Форма №904) Доход от продажи (погашения) ценных бумаг и иных финансовых вложений
	-	Стр. 14 (Форма №904) Поступления от погашения займов, предоставленных третьим лицам
	-	Стр. 15 (Форма №904) Полученные проценты и дивиденды по финансовым вложениям и займам

13. Cumulative Sales (Кумулятивный объем выручки с момента начала реализации проекта)

Рекомендация по применению:

- применяется при наличии неопределенности в части заложенных в прогноз объемов, сроков или стоимости реализации продукции.
- используется в рамках сделок проектного финансирования.

Cumulative Sales	Фактическая выручка накопленным итогом (с даты вхождения Банка в проект)
-------------------------	---

	+	Стр.1 (Форма №904) «Выручка от реализации (включая полученные авансы)»
--	---	--

14. Cumulative CFO (Кумулятивный денежный поток от операционной деятельности)

Рекомендация по применению:

- применяется при наличии неопределенности в части заложенных в прогноз рентабельности проекта или объемов операционных затрат.
- используется в рамках сделок проектного финансирования.

Cumulative CFO	Кумулятивный денежный поток от операционной деятельности (с даты вхождения Банка в Проект)	
	+	Стр.1 (Форма №904) «Выручка от реализации (включая полученные авансы)»
	+	Стр.2 (Форма №904) «Прочие поступления»
	-	Стр.3 (Форма №904) «Оплата товаров, работ, услуг (включая выданные авансы)»
	-	Стр.4 (Форма №904) «Оплата труда»
	-	Стр.5 (Форма №904) «Расчеты с бюджетом»
	-	Стр.6 (Форма №904) «Расчеты с внебюджетными фондами»
	-	Стр.7 (Форма №904) «Коммерческие расходы»
	-	Стр.8 (Форма №904) «Погашение процентов и комиссий по кредитам и займам (исключая кредиты банка)»
	-	Стр.9 (Форма №904) «Погашение процентов по кредитам банка»
	-	Стр.10 (Форма №904) «Погашение комиссий по кредитам банка»
-	Стр.11 (Форма №904) «Прочие расходы»	

15. Cumulative CFI (Кумулятивный денежный поток от инвестиционной деятельности)

Рекомендация по применению:

- применяется при наличии неопределенности в части сроков и объемов заложенных в проект планов инвестиций и формирования доходов от продажи инвестиционных объектов.
- применяется для сделок проектного финансирования.

Cumulative CFI	Кумулятивный денежный поток от инвестиционной деятельности (с даты вхождения Банка в Проект)
+	Стр. 16 (Форма №904) Приобретение основных средств и иных внеоборотных активов
+	Стр. 17 (Форма №904) Приобретение ценных бумаг и иных финансовых вложений
+	Стр. 18 (Форма №904) Предоставление займов третьим лицам
-	Стр. 12 (Форма №904) Выручка от продажи основных средств и иных внеоборотных активов
-	Стр. 13 (Форма №904) Выручка от продажи (погашения) ценных бумаг и иных финансовых вложений
-	Стр. 14 (Форма №904) Поступления от погашения займов, предоставленных третьим лицам
-	Стр. 15 (Форма №904) Полученные проценты и дивиденды по финансовым вложениям и займам

16. Cumulative CFF (Кумулятивный чистый поток от финансовой деятельности)

Рекомендация по применению:

- применяется при наличии неопределенности в части заложенных в прогноз объемов или сроков финансирования.
- используется в рамках сделок проектного финансирования.

Cumulative CFF	Чистый поток от финансовой деятельности накопительным итогом (с даты вхождения Банка в Проект)	
	+	Стр. 19 (Форма №904) Привлечение кредитов (за исключением кредитов БАНК)
	+	Стр. 20 (Форма №904) Привлечение займов
	+	Стр. 21 (Форма №904) Привлечение кредитов от банка
	+	Стр. 22 (Форма №904) Поступления от увеличения уставного капитала
	+	Стр. 23 (Форма №904) Поступления от выпуска собственных долговых обязательств
	-	Стр. 24 (Форма №904) Погашение кредитов (за исключением кредитов БАНК)
	-	Стр. 25 (Форма №904) Погашение займов
	-	Стр. 26 (Форма №904) Погашение кредитов банка
	-	Стр. 27 (Форма №904) Выкуп собственных акций или долей
	-	Стр. 28 (Форма №904) Погашение долговых обязательств (кроме кредитов и займов)
	-	Стр. 29 (Форма №904) Платежи по обслуживанию долговых обязательств (кроме кредитов и займов)
	-	Стр. 30 (Форма №904) Погашение обязательств по финансовой аренде
-	Стр. 31 (Форма №904) Выплата дивидендов	

17. Loan to Assets (Соотношение совокупных обязательств по проекту и суммы активов, созданных в рамках проекта)

Рекомендация по применению:

- применяется при наличии неопределенности в части соответствия объемов финансирования проекта и стоимости создаваемых в его рамках активов.

- используется в рамках сделок проектного финансирования, в рамках которых предполагается погашение обязательств за счет продажи создаваемых в рамках проекта активов.

Liabilities

Assets

Liabilities	Совокупные долговые обязательства по проекту перед всеми участниками	
	+	Стр. 510 (Форма №1) ₀ Долгосрочные займы и кредиты (по Проекту)
	+	Стр. 610 (Форма №1) ₀ Краткосрочные займы и кредиты (по Проекту)
Assets	Рыночная стоимость активов по Проекту, определяемая профильным подразделением банка или независимой оценочной компанией	

ИНДЕКСЫ И ОБОЗНАЧЕНИЯ:

Индекс « ₀ »	Данные на отчетную дату текущего года (за отчетный период текущего года)
Индекс « ₀₋₁ »	Данные на аналогичную отчетную дату (за аналогичный период) предыдущего года
Индекс « _ф »	Данные на конец последнего полного финансового года
Индекс « _{ф-1} »	Данные на начало последнего полного финансового года
T _m	Количество месяцев в отчетном периоде (3, 6, 9 или 12)