

Лекция 9.
Подходы к финансовому структурированию
проектов

П.А. Бруссер, к.э.н.

Соотношение [Долг / Собственный капитал]

- Максимально возможный уровень долговой нагрузки определяется кредитором исходя из ключевых показателей каждого конкретного проекта:
 - **Прогнозная выручка:** общий предполагаемый уровень выручки проекта и ее достаточность для обслуживания предполагаемого объема долга
 - **Контрактная структура:** уровень прогнозируемости выручки и затрат по проекту (наличие необходимой контрактной базы)
 - **Профиль рисков:** степень урегулированности коммерческих и иных видов рисков
 - **Прогнозные уровни коэффициентов покрытия и финансовых ковенант:** соответствие данных показателей требованиям кредиторов



Соотношение [Долг / Собственный капитал]

- Возможные уровни соотношения [Долг / Собственный капитал] для различных проектов:
 - **90 / 10**: инфраструктурные проекты с высоким уровнем защиты от рыночных рисков, например, ГЧП проекты, реализуемые на основе механизма платы за доступность
 - **85 / 15**: проекты, в рамках которых предусматривается заключение жестких контрактов по механизму «бери или плати» (“take-or-pay”)
 - **80 / 20**: проекты с умеренным уровнем рыночного риска, например, платная дорога с прогнозируемым уровнем трафика
 - **70 / 30**: абсолютное большинство проектов, подверженных рыночному риску
 - **50 / 50**: капиталоемкие проекты с длительными сроками окупаемости и высоким уровнем рыночных рисков



Срок, тип и валюта заемного финансирования

- Средний **срок** привлечения проектного финансирования в значительной степени превосходит средние сроки стандартного корпоративного кредитования. Так типичный проект в энергетическом секторе требует 12-15 летнее финансирование, а типичный инфраструктурный проект может потребовать привлечения заемных ресурсов со сроком погашения до 25 лет. Основные критерии для определения оптимального срока привлечения кредитных ресурсов:
 - **Выручка:** период выхода проекта на плановый уровень выручки и значение такого планового уровня, которое позволит обслуживать четко определенный уровень долга
 - **Профиль рисков:** степень защищенности проекта от рисков на всем сроке кредитования
 - **Прогнозные уровни коэффициентов покрытия:** коэффициент покрытия срока кредита, коэффициент покрытия срока проекта



Срок, тип и валюта заемного финансирования

- **Валюта** кредита выбирается исходя из предполагаемого профиля денежных потоков проекта для минимизации валютных рисков. Так, для проекта с выручкой в российской валюте наиболее оптимальным будет привлечение кредитных ресурсов в рублях.
- **Тип** заемного финансирования определяется исходя из предполагаемого целевого назначения предполагаемых платежей:
 - **Кредитная линия с лимитом выдачи:** основной инструмент финансирования капитальных затрат в рамках проекта. Основная характеристика инструмента – фиксированный максимальный объем кредитных ресурсов, доступных Заемщику в течение периода выборки, а также возможность погашения основного долга исключительно после окончания периода выборки
 - **Кредитная линия с лимитом задолженности:** основной инструмент финансирования оборотного капитала. Основная характеристика инструмента – возможность выборки и погашения кредитных ресурсов в течение всего срока действия кредитного соглашения.



Обслуживание привлеченного заемного финансирования

- Профиль обслуживания долга – уплата процентов и комиссий и погашение тела долга – один из ключевых параметров проекта. Основное стремление кредиторов – направление максимально возможного объема средств на обслуживание долга и его погашение в максимально сжатые сроки. Акционеры же заинтересованы в привлечении возможно более долгосрочного финансирования, т.к. это позволит за счет остающихся средств производить выплаты дивидендов и обслуживание акционерных займов.
- Типы возможных профилей обслуживания долга:
 - **Равномерное погашение тела:** основной долг выплачивается равными регулярными платежами, при этом общие выплаты заемщика в пользу кредитора (с учетом процентных платежей) со временем уменьшаются.
 - **Аннуитет:** позволяет заемщику производить обслуживание (погашение долга и процентные выплаты) равными регулярными платежами
 - **Специальный профиль:** определяется исходя из выручки проекта и специально установленных коэффициентов



Основные ковенанты

- Кредитор и заемщик определяют приемлемый для обеих стороны уровень коэффициентов и ковенант, которым должен соответствовать заемщик в течение срока действия кредитного соглашения. Наиболее часто используемые коэффициенты:
 - **DSCR (Debt Service Coverage Ratio):** коэффициент покрытия долговых выплат. Определяется как отношение денежных потоков проекта, доступных для направление на обслуживание долга в определенном периоде, и суммарных платежей по обслуживанию долга в соответствующем периоде. Как правило, в проектном финансировании устанавливается минимальный уровень DSCR не ниже 1,2.
 - **LLCR (Loan Life Coverage Ratio):** коэффициент покрытия срока кредита. Определяется как отношение денежных потоков проекта, доступных для направление на обслуживание долга в течение срока действия кредитного соглашения, и суммарных платежей по обслуживанию долга. Как правило, в проектном финансировании устанавливается минимальный уровень LLCR не ниже 1,3



Основные ковенанты (продолжение...)

- **PLCR (Project Life Coverage Ratio):** коэффициент покрытия срока проекта. Определяется как отношение денежных потоков проекта, доступных для направления на обслуживание долга в течение срока реализации проекта, и суммарных платежей по обслуживанию долга. Как правило, в проектном финансировании устанавливается минимальный уровень PLCR не ниже 1,3
- **Loan to Value:** соотношение, устанавливающее максимальный объем обязательств заемщика по отношению к стоимости его активов (как правило, находящихся в залоге у кредитора). Как правило, в проектном финансировании устанавливается максимальный уровень около 80%-100%
- **Иные ковенанты:** Cumulative sales, Cumulative EBITDA, Cumulative CFO. Показатели эффективности операционной деятельности заемщика, рассчитываемые накопленным итогом в течение определенного срока в рамках действия кредитного соглашения.



Последствия нарушения ковенант

- В настоящее время нарушение заемщиком ковенант является самостоятельным основанием для удовлетворения требований кредитора о досрочном взыскании задолженности, повышении процентной ставки, уплате дополнительных неустоек и штрафов. Нарушение ковенант признается арбитражными судами достаточным основанием для применения предусмотренных кредитным соглашением санкций со стороны кредитора.
- В практике прошлых лет арбитражные суды ссылались на ковенанты только в качестве дополнительного основания для досрочного погашения задолженности по кредитному соглашению, а требования кредитора о досрочном взыскании кредита удовлетворяли исключительно на основании просрочки, которую допустил должник.



Обеспечение

- В рамках проектного финансирования одним из основных инструментов защиты интересов кредиторов является обеспечение по заемным обязательствам. В качестве обеспечения могут использоваться следующие инструменты:
 - Банковские гарантии и/или банковские векселя
 - Векселя заемщика, авалированные приемлемым для кредитором банком
 - Векселя иных приемлемых для заемщика компаний
 - Поручительства акционеров заемщика (в том числе, личные поручительства)
 - Поручительства иных приемлемых для кредитора компаний
 - Залоги (земля, недвижимость, оборудование, товар в обороте, ценные бумаги)
 - Уступка прав по контрактам между заемщиком и его контрагентами
 - Уступка прав по договорам страхования
 - Обеспечительные депозитные счета типа «эскроу»



Обеспечение (продолжение...)

- Общий принцип структурирования обеспечения по обязательствам заемщика – три степени защиты интересов кредитора:
 - Первый уровень: прогнозные денежные потоки проекта от основной деятельности. Наиболее важный показатель «банкуемости» проекта.
 - Второй уровень: степень обеспеченности обязательств (залог и иные активы, предлагаемые заемщиком в качестве обеспечения)
 - Третий уровень: поручительства и имущество третьих лиц, выступающих гарантами по обязательствам заемщика перед кредитором
- Кроме того, стандартным условием кредитования является перевод расчетных, валютных и депозитных счетов заемщика 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.



Синдицированные кредиты

- Помимо различных типов заемного финансирования существуют различные типы источников заемных средств. Так, заемщик может привлекать кредиты от национальных банков, от иностранных банков, а также от синдиката иностранных /или российских банков. Кроме того, в качестве провайдера заемного финансирования могут выступать несколько банковских синдикатов.
- Основным принципом в рамках синдиката – предоставление кредитных ресурсов на единых для всех условиях. Внутри синдиката банки делят роли в рамках проекта, а также создают механизм взаимодействия в различных ситуациях – через межкредиторское соглашение, которое регулирует следующие вопросы:
 - Распределение ролей (назначение агентов)
 - Голосование по кредиторским вопросам при наступлении критических событий
 - Общий график погашения
 - Общий перечень предварительных условий и факторов несостоятельности
 - Процедура обращения взыскания на обеспечение при дефолте заемщика



Досрочное погашение и рефинансирование

- При определенных обстоятельствах заемщик осуществляет досрочные выплаты по обслуживанию долга по требованию кредитора, например, при:
 - Продаже части активов проектной компании
 - Возмещение от контрагентов за причиненный ущерб или недополученную выгоду
 - Страховые выплаты по наступившим страховым случаям
- Заемщик может осуществить частичное досрочное погашение по собственной инициативе в следующих случаях:
 - Нет необходимости в использовании всего объема привлеченного финансирования
 - При наличии остатков денежных средств, не доступных для выплат акционерам, на счетах проектной компании
- Также досрочное погашение ранее привлеченных кредитных ресурсов может быть осуществлено за счет (планового или внепланового) рефинансирования – привлечения более долгосрочного или более доступного финансирования



Рекомендуемая 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*

