

Полная версия статьи

Проектное и структурированное финансирование: кэшфло -модели с учётом Financial Covenants

Автор статьи: Max Hait
Köln, Deutschland

Перепечатка этой статьи возможна исключительно с разрешения автора, ссылкой на автора и адрес www.finance-dms.com

1. Обзор

Для финансирования инвестиционных проектов, Real Estate- и M&A- транзакций применяется проектное и структурированное финансирование (Leveraged Finance), в котором основную роль играют кредитные институты. В таких случаях кредитное финансирование предоставляется на базе кэшфло-модели (Finance on a cashflow basis). Это означает, что возврат финансирования следует из кэшфло (Cashflow) проектного предприятия (и, следовательно, из кэшфло проекта) и зависит от экономичности проекта.

Кредитный институт посредством Financial Covenants «предписывает» кредитополучателю – проектному предприятию (или специально для проведения сделки учреждённому предприятию),- как должно управлять предприятием, чтобы были исполнены согласованные в кредитном договоре финансовые условия.

Так как такие «предписания» устанавливаются в форме конкретных показателей, то они, разумеется, должны учитываться в кэшфло - или финансовых моделях проектов, претендующих на получение финансирования. Построение этих моделей без учёта Financial Covenants может быстро привести к ошибкам от десятков тысяч до миллионов евро, что негативно отражается на решениях кредитных институтов. При этом следствием возникают дополнительные расходы у спонсоров и разработчиков проектов.

Инструмент Financial Covenants пришёл из англо-американского пространства. Financial Covenants могут участвовать в качестве инструмента раннего распознавания и избежания рисков. Анализ изменений установленных показателей, как правило, предоставляет возможность получить точную картину об экономическом развитии кредитополучателя. После введения Basel II кредитные институты будут всё чаще применять Financial Covenants, а выявленная классификация рисков проекта будет динамизировать условия кредита через Financial Covenants.

2. Виды Financial Covenants

При предположении кредитов предприятиям кредитные институты всё чаще согласовывают Financial Covenants. Этот инструмент, называемый также «условия балансовых соотношений», становится составной частью кредитных договоров, и требует от предприятий исполнения определённых норм и показателей в течении действия кредитного договора.

В *общем виде*, типичным для Financial Covenants является установление соотношений в имущественной и доходной ситуациях кредитополучателя. В особенности устанавливаются минимальные требования в отношении:

- наличия собственного капитала и степени задолженности
- ситуации с доходами
- доходности совокупного капитала или же,
- собственного капитала
- соотношений ликвидности

в форме показателей анализа кэшфло-моделей и/или баланса.

Для проектного и структурного финансирования¹ одно из типичных требований, которое может устанавливаться Financial Covenants, - это минимальное участие собственного капитала в проекте, как индикатора возможностей предприятия «принять» убытки без того, чтобы нарушить установленную границу задолженности. Это участие обычно устанавливается отношением собственного капитала к сумме начальных инвестиций в проект (Equity/Initial Investment – Minimum). Здесь в состав «собственного капитала» входит также сумма Мезанин-капитала, имеющего характер собственного капитала (Equity Mezzanine).

Другим излюбленным условием является установление минимальной квоты чисто собственного капитала (без Equity Mezzanine), которую спонсоры-акционеры обязаны внести в проект (Equity Shareholders/Initial Investment – Minimum).

Оба вышеуказанных требования являются, по сути, критериями структуры капитала проекта и образуют, так называемые Equity Financial Covenants.

В области ситуации с доходами можно найти условия по минимально допускаемым границам покрытия кредитной и/или процентной задолженности в течении срока кредита. Для сеньор- и субординированных займов, входящих в структурированное финансирование, Financial Covenants чаще всего устанавливают следующие показатели Cashflow – модели проекта:

- ADSCR (Annual Debt Service Cover Ratio limit, minimum, average) – коэффициент покрытия кредитной задолженности на годовом базисе (лимит, минимум, среднее значение);
- LLCR (Loan Life Coverage Ratio minimum, average) - коэффициент, устанавливающий годовой уровень покрытия остатка кредитной задолженности через приведённый Cashflow в течении срока кредита (минимум, среднее значение);
- DSRA (Debt Service Reserve Account) – квота резервирования Cashflow в случае несоблюдения установленных показателей покрытия кредитной задолженности.

Для Equity Mezzanine-займов, входящих в структурированное финансирование, Financial Covenants могут устанавливать следующие показатели Cashflow – модели проекта:

- PLCR (Project Life Coverage Ratio minimum) – коэффициент, устанавливающий минимальный уровень покрытия остатка кредитной задолженности через приведённый Cashflow в течении срока проекта;
- ICR (Interest Cover Ratio minimum) - коэффициент покрытия процентной задолженности по кредиту на годовом базисе (минимум)
- IDSRA (Interest Debt Service Reserve Account) - квота резервирования Cashflow в случае несоблюдения установленных показателей покрытия процентной задолженности.
- Backlog of payments-Term – максимальный срок, в течении которого должна быть погашена допущенная задолженность по выплате базовых процентов и суммы Equity Mezzanine.

Для кредитных институтов и инвесторов интересны также другие показатели эффективности проекта (Internal Rate of Return, IRR; Return on Equity, ROE; Net Present Value, NPV и пр.). Но эти показатели используются ими для сравнения и отбора наиболее привлекательных проектов и обычно не входят в Financial Covenants.

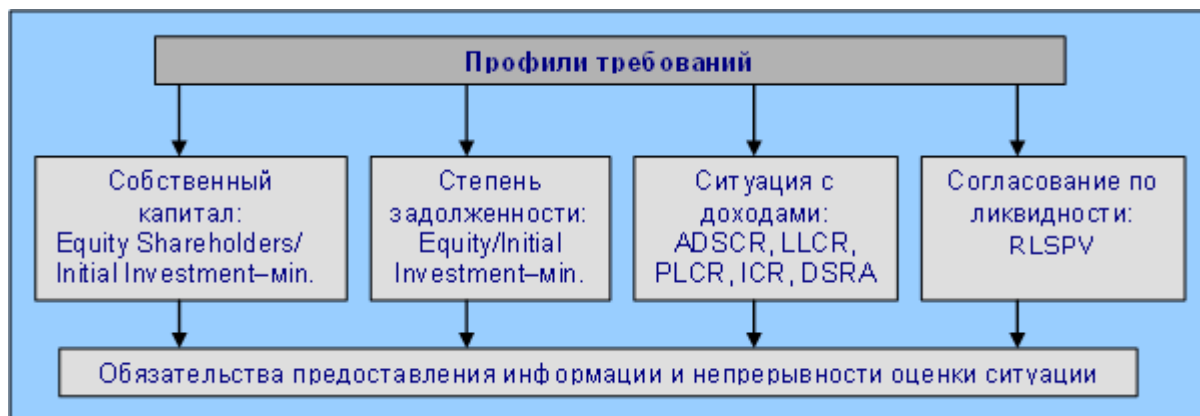
Вышеуказанные коэффициенты образуют, так называемые Debt Financial Covenants.

Также в части управления ликвидностью используются такие показатели, как требование к наличию минимального резерва ликвидности проектного или перенимаемого предприятия (Reserve liquidity Special Purpose Vehicle, RLSPV) в размере минимального резерва денежных средств для оплаты непредвиденных расходов и требований, или требования по достижению определённых согласованных целей из управления активами (Asset-Management, здесь не рассматриваются).

Если в качестве минимальных требований будут установлены вышеуказанные показатели, само собой разумеется, что кредитор обязан регулярно предоставлять кредитодателю определённую информацию. Как правило, устанавливаются месячные или квартальные интервалы предоставления информации. Дополнительно к этому принято, что при наступлении очевидных изменений кредитор обязан информировать о них кредитодателя в внеочередном порядке. Необходимость участия аудиторов и налоговых консультантов кредитодателя в оценке ситуации должна быть также зафиксирована письменно.

Если рассматривать типичные условия Financial Covenants для проектного и структурированного финансирования, то можно выделить четыре наиболее часто согласуемых профиля показателей:

Рис.1 Типичная структура Financial Covenants



2. Ограничения и санкции при несоблюдении Financial Covenants

Financial Covenants должны содержать ясные регулирования на случай, если согласованные требования не будут исполнены кредитодателем.

Так в части соблюдения требований к структуре капитала проекта кредитные институты накладывают ограничения по движению капитала акционеров в течении срока кредита.

При нарушении или несоблюдении установленного Financial Covenants в качестве первой ступени согласовывается право кредитодателя на дополнительное обеспечение или гарантирование исполнения обязательств по кредитному договору.

В таких случаях кредитные организации резервируют на соответствующих счетах (DSRA, IDSRA) денежные средства в соответствии с установленными квотами резервирования. Такое резервирование происходит из средств Cashflow-акционеров (Cashflow to Equity), что, разумеется, уменьшает планируемые к выплате дивиденды.

Также несмотря на то, что проектное и структурированное финансирование осуществляется вне баланса спонсоров-акционеров проектного предприятия (Off balance sheet), им может быть предъявлено требование к внесению дополнительных гарантий (limited recourse).

На случай, если кредитор-получатель не исполнит свои обязательства по первой ступени в установленный срок, кредитующему институту предоставляется право бессрочного расторжения кредитного договора «по важному основанию». При кредитах, которые должны предоставляться кредитор-получателю траншами в течение длительного периода, например для инвестиций, кредитному институту может быть предоставлено право отказа в выплате будущих траншей.

3. Кэшфло – моделирование с учётом Financial Covenants

Важнейшей базой для принятия решения об участии в финансировании проекта или транзакции для кредитных институтов и инвесторов является финансовая модель, представляемая в составе бизнес-планов. Во многих случаях показатели в финансовых моделях рассчитаны ошибочно, что означает не в соответствии с рамочными условиями и Financial Covenants кредитных договоров. Следствием этого являются существенные «дыры» в структуре финансирования (структуре капитала) проекта, неверно рассчитанные договорные платежи и неоптимальные дивиденды акционеров.

Практика входного анализа финансируемости бизнес-планов различных инвестиционных проектов с использованием специальных консалтинговых программ Project Finance Advisor-Pro1 и Project Finance Advisor-Pro2² показывает существенную «неоптимальность» финансовых моделей (также рассчитанных с помощью известных на рынке программ COMFAR, Project Expert, Альт-Инвест³) из-за:

- необходимости введения в структуру финансирования проекта дополнительных источников финансирования (Мезанин-капитала);
- вынужденного резервирования кэшфло акционеров на DSRA, IDSRA;
- избыточного или недостаточного резерва ликвидности проектного предприятия (RLSPV) и, как следствие,
- неподтверждаемость или значительное расхождение показателей эффективности проекта.

Также исследования аудиторов⁴ показали, что, в том числе из-за ошибок в программах:

- 90% финансовых моделей содержат существенные ошибки;
- 60% финансовых моделей имеют неудовлетворительную структуру финансирования;
- 70% предприятий и проектов не проводят формальный качественный контроль финансовых моделей;
- часто разработчики не задумываются о представлении альтернативных сценариев финансовых моделей.

Чтобы избежать риски ошибочных бизнес-планов (отказ в финансировании, дополнительные расходы в доработке и пр.), кэшфло-модель проекта должна по максимально близко отражать специфику проекта с учётом рамочных условий и Financial Covenants кредитных договоров. Только так кредитные институты и инвесторы обретают «чувство здравости» проекта и стабильности ожидаемого кэшфло. Чем лучше они могут оценить стабильность и «здоровость» будущего кэшфло, тем точнее они могут оценить кредитный и инвестиционный риски. Низкие кредитные риски, в свою очередь, выливаются в хороший банковский кредитный рейтинг проекта с соответственно благоприятными условиями кредитования.

4. Критические пункты Financial Covenants для кредитных институтов

Применение Financial Covenants должно быть точно продуманно, так как такие условия создают не только дополнительную безопасность, но также и риски для самих кредитных институтов.

Если кредитный институт решается на введение Financial Covenants в кредитный договор, он должен принять во внимание ряд критических пунктов. Согласование права кредитодателя на дополнительное гарантирование исполнения обязательств по кредитному договору не означает, разумеется, что на случай банкротства кредитополучателя кредитный институт оказывается в «лучшем» положении. Если дополнительное гарантирование будет представлено внутри трёхмесячного периода до объявления банкротства и кредитополучатель к этому моменту уже был неплатёжеспособен (Incongruently Cover*), существует опасность, что затронутые банки в рамках юридического спора должны будут возратить принятые дополнительные гарантии.

Это же действительно для случая, когда кредитный институт обладает сведениями о причинении убытков другим кредиторам или должен неизбежно прийти к этому выводу. Дополнительное гарантирование, представленное за один месяц до объявления банкротства, в любом случае может быть оспорено как Incongruently Cover. Следовательно, Financial Covenants должен оформляться так, чтобы уровень показателей «сигнализировал» уже задолго до возможного объявления банкротства кредитополучателем и условие по предоставлению дополнительных гарантий исполнялось бы в относительно короткий временной период.

* Предпосылки для Incongruently Cover имеются налицо, если кредитор банкрота получает дополнительные гарантии/обеспечение или удовлетворение, на которые он после первоначального установления долговых отношений не претендовал вообще, не того вида и способа или не ко времени.

5. Контролировать только некоторые показатели

При применении Financial Covenants считается доказанным на практике, что достаточно использовать лишь незначительное количество показателей. Сложные и комплексные системы показателей часто не приносят большей пользы, но как правило весьма затратны при постоянном контроллинге со стороны кредитных отделов банков.

Дополнительно к этому имеется опасность, что на основании выходящей за «пределы разумного» Financial Covenants, со стороны банка может осуществляться *фактическое внедрение* в область компетенции менеджмента проекта/предприятия или даже перениматься позиция «квази-акционера». В подобных случаях банкам может быть предъявлена претензия в действиях по «подавлению должника». При этом под «подавлением должника» понимается такое поведение кредитодателя, которое ведёт к тому, что у кредитополучателя не остаётся никакого экономического пространства для принятия предпринимательских решений. «Следствие-бумеранг»

такого поведения – это возникновение юридической ответственности кредитодателя на основании нарушения общепризнанных норм и объявления недействительными соответствующих условий кредитных договоров и договоров обеспечения.

В подобных случаях принятии банком ответственности «квази-акционера» может быть применен аналог права, применяемого для, так называемой, «подмены собственного капитала». Это означает, что если кредитный институт посредством чрезмерного Financial Covenants фактически лишает полномочий главный менеджмент предприятия/проекта и сам оказывает значительное влияние на решения, при юридическом споре это рассматривается как перенятие ответственности, подобной «ответственности акционера», и позволяет сделать вывод, что кредитный институт позволяет с собой обходиться по правилу действовать по правилам «подмены собственного капитала».

В худшем случае это может привести не только к потере всех выданных кредитов, но также к запрету использования предоставленных гарантий/обеспечений. Таким образом будет достигнут эффект, который нежелателен при всех обстоятельствах. Отсюда логически вытекает, что нельзя рекомендовать к применению чрезмерно объёмный пакет Financial Covenants.

Ссылки:

1. Max Hait: «Проектное финансирование для... консультантов», E-Book, 2007, <http://www.finance-dms.com/Buch3.html> .
2. Max Hait Unternehmensberatung: Консалтинговые программные продукты «Project Finance Advisor–Pro1/Pro2», http://www.finance-dms.com/pfa_pro.html
3. Никонова И.А., Шамгунов Р.Н.: «Эффективность проектов - давайте считать одинаково», Корпоративный менеджмент, статья.
4. PricewaterhouseCoopers (PwC): Model Review & Audit, Artikel, <http://www.pwc.de/portal/pub/>