

С КЕМ ЛУЧШЕ РАБОТАТЬ: РЕШЕТО ДЛЯ ОТБОРА ПРОЕКТОВ

Предлагаем набор критериев для отсева проектов с высоким профилем риска в рамках сделок проектного финансирования. Данные критерии можно взять в качестве основы для разработки ваших собственных критериев отбора проектов и инициаторов. Рассмотрим основные принципы отбора проектов: от взаимосвязи проекта с основным бизнесом инициаторов и качества контрактов до наличия качественного бизнес-плана проекта и его залогового обеспечения.

Автор: Тимур Александрович Беликов, исполнительный директор департамента проектного и структурного финансирования ОАО «Газпромбанк», руководитель дирекции финансирования региональных проектов.

Хотелось бы предложить на ваш суд некий набор критериев для отсева проектов с высоким профилем риска в рамках сделок проектного финансирования. Данные критерии можно взять в качестве основы для разработки ваших собственных критериев отбора проектов и инициаторов.

1. Взаимосвязь проекта с основным бизнесом инициаторов

Проект должен быть технологически и/или коммерчески связан с основным видом деятельности заемщика или его акционеров/инициаторов.

В качестве примеров можно привести проекты, связанные с:

- увеличением имеющихся производственных мощностей группы компаний;
- расширением текущей продуктовой линейки;
- созданием новых производств в рамках реализации стратегии вертикальной интеграции (решение вопросов сырьевой базы и сбыта);
- тиражирование ранее осуществленного проекта на новых территориях и т.п.

В то же время проект строительства собственниками завода холодильников современной птицефабрики должен вызвать достаточную долю скепсиса со стороны банка. Не ради ли дешевых (субсидируемых) денег и купки пока еще дешевых сельскохозяйственных земель затевается такой проект?

2. Доля собственных средств в источниках финансирования проекта

Она должна быть, как правило, не ниже 30% от общей стоимости проекта. При этом процентные платежи по кредитам банка в целях расчета доли собственного участия инициаторов в стоимость проекта не включаются.

Если банк не имеет никаких дополнительных залогов, кроме активов, создаваемых в рамках проекта, доля собственного участия выполняет также функции залогового дисконта по отношению к активам. Учитывая, что к окончанию инвестиционной фазы банк хотел бы иметь полностью обеспеченный активами проекта кредит, желательное значение собственного участия инициаторов в проекте должно определяться с учетом данного требования и исходя из применяемых в конкретном банке залоговых коэффициентов.

3. Команда проекта

Ключевыми членами проектной команды компании-заемщика должны стать специалисты с солидным опытом работы в данной отрасли, как правило, не менее пяти лет. К ключевым членам проектной команды можно отнести главного технолога, главного инженера, директора по продажам, начальника отдела снабжения, главного бухгалтера и финансового директора. На инвестиционной фазе проекта отдельно стоит нанимать также менеджера проекта, имеющего опыт строительства (создания) подобных объектов в прошлом.

Часто инициаторы проекта обращаются в банк на ранней стадии работы над проектом, чтобы поучить необходимые консультации и заручиться поддержкой банка. На этом этапе ключевые члены команды проекта зачастую еще не определены. Тем не менее инициаторы должны быть готовы нанять таких специалистов и согласовать их кандидатуры с банком до момента предоставления кредитного финансирования.

4. Проработанность вопросов снабжения и сбыта продукции проекта

Наличие (или готовность предоставить в ходе работы по анализу проекта) предварительных контрактов или соглашений о намерениях, подтверждающих не менее 50-70% заложенного в финансовых прогнозах объема продаж продукции проекта и поставок ключевого сырья в рамках проекта, либо доминирующая позиция на региональном рынке и налаженные и действующие каналы снабжения и продаж.

Понятно, что не по всем проектам такое требование может быть выполнено. С другой стороны, мы часто сталкивались с доводами клиентов, что так называемые соглашения о намерениях — не более чем филькина грамота, которая не говорит об обязательстве контрагента заключить такой контракт в будущем. Частично это так. Однако такие бумаги подтверждают как минимум факт проведения инициаторами целенаправленной работы по изучению возможности сбыта продукции проекта. Гораздо хуже, если таких бумаг не существует в природе, вопросы сбыта и снабжения не прорабатывались, а инициатор просто декларирует, что он и так без проблем распродаст весь товар, как горячие пирожки (закупит без проблем необходимый объем сырья), и никаких соглашений подписывать не будет.

Такая позиция клиента косвенно характеризует общее качество проработки проекта инициатором, лотерейный подход к реализации проекта и вполне может являться причиной для отказа в дальнейшем рассмотрении кредитной заявки.

5. Качество поставщиков и подрядчиков инвестиционной фазы проекта

Наличие опытного (не менее 3-5 аналогичных реализованных проектов) генерального подрядчика, осуществляющего строительные-монтажные работы по проекту и известного на рынке поставщика оборудования/технологии (не менее 3-5 поставок на действующие производства), осуществляющего поставку на условиях шефмонтажа и пусконаладки с предоставлением гарантий на поставляемое оборудование (как правило, не менее чем на 12 месяцев с даты монтажа/пуска технологической линии/поставки техники).

При этом следует выбирать подрядчиков, которые экономически способны и готовы взять на себя все или хотя бы часть рисков проекта, связанных с задержкой запуска объекта, превышением первоначально заявленной сметы капитальных затрат, несоответствием качества продукции проекта зафиксированным в договорах параметрам продукта проекта путем предоставления гарантий должного исполнения обязательств по контракту, открытия резервных аккредитивов, предоставления гарантий возврата аванса, включения условий *buy back* и т. д.

6. Качество контрактов инвестиционной фазы проекта

Ключевые контракты инвестиционной фазы проекта должны быть согласованы с банком с целью минимизации рисков проекта, рисков банка, а также для структурирования схемы финансирования проекта. В частности, согласованию подлежат:

- договор генерального подряда со сводной сметой и графиком выполнения работ;
- контракты на поставку оборудования/техники со всеми приложениями.

Представляемые контракты должны быть оптимизированы с учетом мер по минимизации рисков. Платежи по контрактам должны осуществляться либо по факту выполнения работ, либо против гарантий возврата аванса, либо с использованием аккредитивной формы расчетов. При этом последние платежи по контрактам в рамках проекта должны осуществляться заемщиком только после полного исполнения контрагентом своих обязательств.

7. Наличие оформленного земельного участка для реализации проекта

Компания-заемщик владеет земельным участком, на котором планируется реализовать инвестиционный проект на праве собственности либо на праве долгосрочной аренды, срок которой превышает срок кредитования. В случае реализации проекта на нескольких отдельных земельных участках аналогичное требование распространяется на каждый участок.

В некоторых областях администрации выделяют инициаторам проектов под строительство новых объектов землю в аренду на 2-3 года с правом выкупа или переоформления в долгосрочную аренду после завершения строительства объекта и сдачи его госкомиссии. Финансирование проектов, реализуемых на участках земли, срок окончания аренды которых наступает до погашения кредита банка, сопряжено с рядом юридических рисков (например, объект может быть еще не построен, а срок аренды земли закончится и т. п.) В подобной ситуации лучше страховать путем взятия поручительств платежеспособных компаний группы и оформлением дополнительных залогов (хотя бы до момента переоформления прав на землю).

8. Наличие проектно-сметной и исходно-разрешительной документации по проекту

- *Вариант 1.* До предоставления первого транша по кредиту заемщик должен иметь заключение государственной экспертизы и разрешение на строительство объекта. Если проектом предусмотрено строительство внешних инфраструктурных объектов (подстанция, котельная, подъездные железнодорожные пути и т. п.), компания-заемщик должна также представить в банк итоговую исходно-разрешительную документацию для их строительства.
- *Вариант 2.* До момента предоставления заключения государственной экспертизы и разрешения на строительство заемщик имеет право выбрать только часть кредитной линии, размер которой определяется исходя из финансовых возможностей инициаторов (поручителей) своевременно обслуживать кредит (платить проценты и погашать его по графику), а также исходя из объема представленного дополнительного залогового обеспечения (помимо активов проекта).

Для наглядности давайте рассмотрим следующий упрощенный пример. Клиент просит открыть кредитную линию с лимитом 100 у. е. на срок 3 года. Консолидированный показатель «чистая прибыль + амортизация» у группы компаний, принадлежащих инициатору, составляет 50 у. е. за последний год. При этом в ближайшие 3 года компаниям группы необходимо погасить 75 у. е. ранее взятых инвестиционных кредитов, источником погашения которых является чистая прибыль и амортизация. Других инвестиционных проектов, кроме рассматриваемого, инициаторы проекта не реализуют. Предполагая, что не более 2/3 генерируемых средств от текущей деятельности группы в целом будет направляться на погашение инвестиционного долга, получаем, что за 3 года инициаторы (они же поручители) смогут погасить дополнительно с учетом взятого нами запаса прочности $50 \text{ у. е.} \times 3 \text{ года} \times (2/3) - 75 \text{ у. е.} = 25 \text{ у. е.}$ Принимая во внимание регресс на поручителей, банк в принципе может дать 25 у. е. в качестве первого транша по кредиту до момента получения разрешения на строительство. При этом не забываем, что в этом случае мы оформляем в залог некое дополнительное ликвидное имущество рыночной стоимостью 25 у. е. / (1 — залоговый дисконт).

Предложенная во втором варианте схема работы нередко встречается на практике, так как бывают случаи, когда в силу ряда факторов необходимо начинать финансирование или помочь инициаторам дофинансировать проект до момента получения полного пакета исходно-разрешительной документации.

9. Расчетный срок возврата кредита

В подавляющем большинстве случаев расчетный срок возврата кредитов не должен превышать 7 лет (для проектов в рамках приоритетного национального проекта «Развитие АПК» — 10 лет) при минимальном коэффициенте обслуживания долга $DSCR > 1,5$.

$DSCR$ — debt service coverage ratio. Существует несколько базовых модификаций. Наиболее популярны две:

- $DSCR = (\text{чистый денежный поток} + \text{проценты к уплате} + \text{погашение основного долга}) / (\text{проценты к уплате} + \text{погашение основного долга})$;
- $DSCR = \text{NOPLAT} / (\text{Interest} + \text{Principle debt repayment})$.

По сути, коэффициент 1,5 означает, что при моделировании графика погашения по кредиту не более 2/3 денежного потока до обслуживания долга идет на уплату процентов и погашение тела кредита. Понятно, что этот коэффициент также не является догмой и может меняться в зависимости от отраслей. Этот коэффициент используется для того, чтобы создать некий запас прочности по обслуживанию долга в рамках проекта.

10. NPV, IRR, PBP

NPV — net present value, IRR — internal rate of return, PBP — pay back period.

Несмотря на то что показатели эти всем уже набили оскомину и описаны в куче разных работ, они по-прежнему используются в качестве одних из критериев отсева проектов.

Базовыми критериями отбора проектов применительно к этим показателям являются следующие: $NPV > 0$, IRR проекта $> WACC$ (средневзвешенная стоимость капитала), период окупаемости проекта не превышает 7-10 лет.

11. Наличие качественного бизнес-плана проекта

Написать формальные требования к тому, что является качественным бизнес-планом, а что некачественным — задача неблагодарная. Можно написать несусветную чушь и общие фразы к каждому стандартному разделу бизнес-плана. Например, в маркетинговом разделе можно привести прогнозы развития рынка в целом и какой-нибудь бред в разделе «План маркетинга» типа «публикация рекламы в СМИ». А реально ни анализа нашего конкретного сегмента, ни объема неудовлетворенного спроса в целевом регионе, ни конкретных цифр, касающихся нашего продукта, ни внутренних или внешних конкурентных преимуществ, за счет которых мы отвоюем долю рынка, ни иной конкретики. Формально можно написать бизнес-план, в котором будет присутствовать каждый раздел, но качественным он от этого не станет. Хороший бизнес-план должен показывать качество проработки инвестиционной и эксплуатационной фаз проекта. Любой бизнес-план должен раскрывать всю существенную для инвесторов информацию, касающуюся принятия решения о финансировании проекта.

Понятно, что бизнес-план должен содержать подробную качественную финансовую модель инвестиционного проекта. Такая модель должна достаточно подробно раскрывать исходные данные и предпосылки, которые были положены в основу формирования операционных, инвестиционных и финансовых денежных потоков, а не представлять собой, как это нередко бывает, непонятно откуда взявшиеся агрегированные данные по выручке, затратам, прибыли и т.д. Такие модели надо выбрасывать на помойку. В частности, любые предпосылки должны быть обоснованы со ссылкой на соответствующие источники информации, а финансовая модель должна содержать описательную часть, в которой показана логика построения модели (в частности, логика расчета доходной части проекта).

Например, планируя продажи автоцентра по направлениям «автомобили», «запчасти», «сервисные услуги» на годы вперед, надо понимать, как клиент определял планируемые объемы продаж. Из какой логики исходил? От каких данных отталкивался? Логика и точки отсчета при построении моделей могут быть разными. Их можно ставить под сомнение, оспаривать, проверять, но логика построения модели (включая ключевые предпосылки) должна быть, иначе нечего будет проверять! Часто, к сожалению, логика просто отсутствует.

12. Согласие инициаторов/акционеров предоставить поручительство

Готовность акционеров/инициаторов проекта или иных лиц, фактически контролирующих предприятие, предоставить поручительство по кредиту в объеме, равном с заемщиком, как минимум до выхода проекта на проектную мощность (исключение могут составлять фонды прямых инвестиций и иные финансовые инвесторы, не являющиеся инициаторами проекта).

Готовы ли инициаторы дать регресс на действующий бизнес? Или же они боятся поставить его на карту и хотят ограничить свои возможные убытки деньгами, внесенными в проект в качестве собственного участия? Если инициаторы проекта боятся давать поручительство, то нужен ли такой проект банку?

13. Залоговое обеспечение

В залог банку передается 100% акций/долей проектной компании, а также все имущество, приобретаемое и создаваемое в рамках проекта (в случае наличия одного финансирующего банка).

В случае выполнения всех описанных выше критериев отбора проектов 1-12, на инвестиционной фазе кредит может являться недостаточно обеспеченным при условии формирования 100% залогового обеспечения к моменту сдачи объекта в эксплуатацию либо компенсироваться получением дополнительной доходности для банка.

В противном случае каждый транш кредита, выдаваемый на цели реализации проекта, должен быть полностью обеспечен залогом имущества компании-заемщика и/или имуществом третьих лиц, а финансовое состояние поручителей должно позволять погасить кредит банку в изначально предполагаемые проектом сроки.

Данный критерий по сути означает, что если качество самого проекта не удовлетворяет требованиям, предъявляемым к проектам, реализуемым на принципах проектного финансирования, то незакрытые проектные риски должны быть минимизированы в полном объеме дополнительными залогами и наличием поручительств компаний, экономически способных выполнить обязательства перед банком по данному кредиту.

Разработка же собственного «решета» для отсева проектов с учетом специфики тех или иных отраслей может быть для вас творческим домашним заданием.

Дополнительные преимущества проекта

1. **Высокое качество акционеров проекта.** Наличие известного инвестиционного фонда или стратегического инвестора в составе акционеров компании-заемщика или интерес к участию в проекте, подтвержденный письменно.
2. **Высокое качество поставщиков и подрядчиков.** Наличие известных международных и российских поставщиков и подрядчиков, имеющих значительный опыт создания подобных объектов.
3. **Высокое качество разработчиков и консультантов проекта.** Привлечение ведущих международных и российских технических, юридических, финансовых и иных консалтинговых компаний к проработке проекта.
4. **Наличие государственной поддержки.** Наличие свидетельств поддержки проекта на федеральном/региональном уровне. Субсидирование части процентной ставки по инвестиционному кредиту, предоставление налоговых льгот создаваемому предприятию, софинансирование инфраструктурной составляющей проекта, предоставление гарантий областных/краевых бюджетов и иные формы поддержки проекта показывают важность проекта для региона и государства в целом, что снижает риски кредитования и повышает показатели его экономической эффективности.
5. **Высокое качество бухгалтерской отчетности.** Наличие аудированной МСФО отчетности. Аудированная отчетность, составленная в соответствии с МСФО, гораздо лучше отражает реальное финансовое состояние компании, чем отчетность, подготовленная в соответствии с РСБУ. В том числе, она учитывает качество оборотных активов, переоценку рыночной стоимости внеоборотных активов, корректное разнесение задолженности по срокам погашения и тому подобные важные для полноценного анализа принципы отражения бухгалтерской отчетности.
6. **Положительная публичная кредитная история.** Наличие хотя бы одного погашенного облигационного займа, CLN у заемщика / инициаторов / поручителей.

Источник: <http://www.iteam.ru>