

Тимур Беликов

МИННЫЕ ПОЛЯ

ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

пособие по выживанию для кредитных
работников и инвесторов



Тимур Беликов

**Минные поля проектного
финансирования. Пособие по
выживанию для кредитных
работников и инвесторов**

«Альпина Диджитал»

2009

Беликов Т.

Минные поля проектного финансирования. Пособие по выживанию для кредитных работников и инвесторов / Т. Беликов — «Альпина Диджитал», 2009

Кредиты под масштабные проекты всегда связаны со значительным риском. В ситуации финансового кризиса банки уделяют особое внимание текущему мониторингу кредитных портфелей. Как на самой ранней стадии предвидеть проблемы с возвратом кредита? Как банку не попасть в зависимость от заемщика, который, чтобы вернуть основной кредит, требует дополнительные займы? Как оценить достоверность информации, которую дает заемщик? Автор рассматривает все виды рисков, связанные с проектным кредитованием, дает перечень критериев, которые позволят своевременно обнаруживать риски, и рекомендации по их минимизации. Этот микс учебника, сборника кейсов, а местами даже финансового триллера, рассказывает о том, чему обычно не учат в экономических вузах и бизнес-школах, и вскрывает реальную картину игр, в которые играют продвинутые клиенты с финансирующими их банками. Книга адресована всем, кто связан с выдачей или привлечением долгосрочных кредитов на инвестиционные цели.

© Беликов Т., 2009

© Альпина Диджитал, 2009

Содержание

Предисловие автора	6
Слова благодарности	8
I. Введение	9
1. Несколько слов о важности проектного финансирования и инвестиционного кредитования для бизнеса коммерческого банка	9
2. Понятие проектного финансирования	10
3. Особенности проектного финансирования	11
3.1. Идея № 1. «Скованные одной цепью, связанные одной целью»	11
3.2. Идея № 2. Залоговый дисконт	11
3.3. Отличия проектного финансирования от инвестиционного кредитования	12
4. Три способа работы с рисками	15
5. Первичный алгоритм принятия решения о финансировании проекта	17
6. Дополнительная доходность	18
7. Нам остаются только риски	20
II. Анализ и минимизация рисков инвестиционных проектов	21
1. Риски, связанные с деловой репутацией клиента, или Невозвращаемая кредитная линия	22
Конец ознакомительного фрагмента.	27

Тимур Беликов

Минные поля проектного финансирования.

Пособие по выживанию для

кредитных работников и инвесторов

Редактор *Н. Казакова*

Руководитель проекта *М. Шалунова*

Технический редактор *Н. Лисицына*

Корректор *О. Ильинская*

Компьютерная верстка *М. Поташкин, Ю. Юсупова*

© Беликов Т.А., 2009

© ООО «Альпина Бизнес Букс», 2009

Беликов Т.

Минные поля проектного финансирования. Пособие по выживанию для кредитных работников и инвесторов / Тимур Беликов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009.

ISBN 978-5-9614-2429-4

Все права защищены. Никакая часть электронного экземпляра этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для частного и публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав.

Если у вас нет сил или времени читать книгу целиком, просто читайте истории и выделенные фрагменты.

Тимур Беликов

Предисловие автора

Книга, которую вы сейчас держите в руках, была написана до начала финансового кризиса, но дорабатывалась уже осенью 2008 года. На мой взгляд, в условиях кризиса она приобретает особую актуальность, так как описанные в ней риски начинают концентрированно реализовываться на практике у подавляющего большинства заемщиков, реализующих инвестиционные проекты. В частности, валютные и процентные риски, риски падения цен, объемов продаж, риски рефинансирования, ликвидности, высокой долговой нагрузки и т. д. Многие банки, сформировавшие портфели инвестиционных кредитов, уделяют сейчас значительное внимание вопросам текущего мониторинга кредитных портфелей, суть которого состоит в переоценке ранее принятых банком и заемщиком рисков и разработке мер по недопущению возникновения проблемной и просроченной задолженности, другими словами, работе над ошибками. Соответственно, сейчас хорошее время для того, чтобы прочитать такую книгу и переосмыслить свое отношение к рискам, произвести их переоценку, проанализировать ошибки и усвоить уроки, а также выявить потенциальную проблемность по текущему портфелю инвесткредитов и успеть предпринять необходимые меры до того, как грянет просрочка.

Я бы рекомендовал прочитать эту книгу всем, кто так или иначе связан с выдачей или привлечением долгосрочных кредитов на инвестиционные цели, людям, работающим по разные стороны баррикад: кредитным работникам, финансовым консультантам, финансовым директорам российских компаний, а также студентам экономических вузов.

Как писал Роберт Кийосаки, «когда жизнь хочет чему-нибудь научить – она бьет нас». Во многом на таких показательных примерах (кейсах) из личного опыта автора и его коллег строится изложение теории и практики управления рисками при финансировании банками инвестиционных проектов с отдельным разделом, посвященным финансовому анализу. В книге сделан акцент на то, чему обычно не учат в экономических вузах и бизнес-школах. Это микс учебника, сборника кейсов, а местами даже финансового триллера, вскрывая реальную, часто неприглядную картину игр, в которые играют продвинутые клиенты с финансирующими их банками. Здесь в доступной форме и с юмором описываются реальный инструментальный анализ и методы хеджирования рисков, поэтому она фактически является также пособием по выживанию для кредитных работников.

Несмотря на то что книга написана в первую очередь для начинающих кредитных работников, занимающихся инвестиционным кредитованием и проектным финансированием, и студентов экономических вузов, она также может быть весьма полезна для финансовых менеджеров российских компаний и финансовых консультантов, оказывающих услуги по привлечению финансирования, так как помогает лучше понять банковский подход к рассмотрению возможности предоставления классических инвестиционных кредитов и кредитов, выдаваемых на принципах проектного финансирования. Предполагаю, что отдельные соображения и разработки могут быть также полезны опытным специалистам и руководителям отделов инвестиционного кредитования и проектного финансирования коммерческих банков. В любом случае надеюсь, что представленный материал поможет специалистам, занятым в этой сфере, систематизировать накопленный опыт и получить незабываемое удовольствие от прочтения историй, легших в основу иллюстрации тех или иных теоретических рассуждений.

P.S. Еще ни одну книгу по проектному финансированию мне не удалось прочитать от начала до конца. Устав от академического языка и сухого изложения материалов, я захотел написать менее тяжеловесное практическое пособие с акцентом на нашу российскую действительность. Книга не претендует на академичность и целостность подхода в изложении материала и является, по сути, факультативным дополнением к классическим книгам по проектному финансированию, которые сейчас можно найти на российском книжном рынке. Кроме того,

предложенная классификация рисков не является классической и может быть переработана и изменена на усмотрение читателя, который может написать свою собственную классификацию и методологию оценки рисков.

P.P.S. Все совпадения прошу считать случайными, так как большинство описанных историй можно так или иначе назвать типовыми.

Слова благодарности

Пользуясь случаем, я хотел бы выразить благодарность людям, ставшим для меня первыми учителями, – Шишкину Владимиру Михайловичу и Ячному Юрию Всеволодовичу (руководителям Управления проектного финансирования и инвестиций Центрально-Черноземного банка Сбербанка России), которые нянчились со мной долгими днями и ночами, пока не сделали из меня человека, а также заместителю председателя правления Сбербанка России Александру Кирилловичу Соловьеву за бесценные уроки, которые, надеюсь, я усвоил на всю жизнь.

Отдельно хочу поблагодарить партнера компании KPMG Александра Ерофеева за то, что в свое время он поверил в меня и помог подняться на новую ступень в области корпоративных финансов. И конечно же, хочу искренне поблагодарить своего руководителя – начальника Департамента проектного и структурного финансирования Газпромбанка Константина Лимитовского, ставшего для меня новым наставником и учителем. Благодаря ему многие элементы финансовой мозаики сложились для меня в единую картину, которую теперь хочется показать коллегам по цеху, а также всем тем, кто делает свои первые шаги в области проектного финансирования и инвестиционного кредитования.

Конечно же, эта книга никогда не появилась бы без моей мамы – Беликовой Светланы Николаевны, если бы в один прекрасный день она не родила меня на этот свет, спасибо ей за это огромное! Думаю, что без моральной поддержки жены и сына эта книга тоже нескоро бы увидела свет: спасибо вам, мои дорогие, что дали возможность дописать, избавив на время от почетных обязанностей по дому, а также за ваше терпение.

И в заключение хочу поблагодарить своих друзей и коллег: Елену Лавренову, Наталью Новоточинову, Надежду Никульшину, Семена Харитона и многих других за моральную поддержку, творческие пинки и требования в самое кратчайшее время представить экземпляр напечатанной книги.

I. Введение

1. Несколько слов о важности проектного финансирования и инвестиционного кредитования для бизнеса коммерческого банка

Среди российских банкиров есть различные точки зрения на необходимость и важность развития инвестиционного кредитования и проектного финансирования в универсальных коммерческих банках. Многие с опаской относятся к этому направлению, считая его наиболее рискованным и предпочитая более статистически просчитываемую розницу и менее рискованное коммерческое кредитование. В качестве аргументов «против» также приводятся дефицит профессионалов на рынке труда в области проектного финансирования, их высокая стоимость, а также невозможность стандартизировать и поставить на конвейер в масштабах филиальной сети подобную работу. Тем не менее опыт Сбербанка показывает, что при наличии желания руководителей и выделении необходимых ресурсов такой конвейер можно запустить в масштабе всей филиальной сети за 5–6 лет упорного труда, а за 1,5–2 года развить данное направление в головном офисе.

Долгосрочные 5–10-летние инвестиционные кредиты позволяют банкам формировать устойчивую долгосрочную клиентскую базу с огромным потенциалом кросс-сэллинга других банковских продуктов клиенту. Проектное финансирование может стать мощным конкурентным преимуществом банка в борьбе за лучших региональных и даже федеральных клиентов, стать определяющим аргументом при обсуждении вопроса о переводе всего бизнеса клиента на обслуживание в финансирующий банк. Кроме того, проектное финансирование позволяет получать существенно большую доходность по долговым инструментам для банка, особенно при наличии апсайда¹.

Учитывая сказанное, в последние годы развитию этого направления начинает уделяться все больше внимания со стороны руководства крупных коммерческих банков.

Начнем мы с того, что постараемся понять в упрощенном виде, что же такое банковское проектное финансирование.

¹ От англ. upside. Возможность заработать на росте рыночной капитализации компании, например путем получения опционов на покупку по текущей рыночной стоимости и продажу по будущей рыночной стоимости миноритарного пакета акций компании.

2. Понятие проектного финансирования

Не претендуя на академичность, попробую максимально просто описать, что же представляет собой такая форма кредитования, как банковское проектное финансирование.

Проектное финансирование (для банка) – форма финансирования инвестиционного проекта в виде предоставления долгосрочного кредита специально созданной проектной компании (SPV²), когда единственным или основным источником погашения основного долга по кредиту являются денежные потоки, которые будут сгенерированы:

- самим проектом в будущем;
- после успешного завершения инвестиционной фазы проекта;
- после успешного выхода на рынок,

при этом, как правило, единственным обеспечением по кредиту будет являться имущество, приобретенное (созданное) в рамках данного проекта.

Как видно из определения, проектное финансирование сопряжено с огромным спектром рисков, реализация которых может привести к дефолту по кредиту. Стоимость проекта при длительной инвестиционной фазе может значительно вырасти в силу роста цен на стройматериалы, оплаченное оборудование может быть поставлено со значительной задержкой, продукция на поставленном оборудовании может не соответствовать заявленному качеству или коэффициенты выхода готовой продукции могут по факту оказаться значительно ниже заявленных, может не хватить сырья для бесперебойной работы завода, строящийся завод могут не подключить к необходимым инженерным сетям (электричество, газ, теплоэнергия и т. п.), стройку могут остановить в случае отсутствия необходимой исходно-разрешительной документации, запущенный завод может не выйти на плановые объемы продаж по заложенным в финансовой модели ценам, затраты на дистрибуцию могут оказаться значительно выше первоначально планируемых, на рынке может усилиться конкуренция, что приведет к снижению рентабельности бизнеса, выбранная стратегия компании может оказаться провальной. Все это в конечном итоге может привести компанию к дефолту по кредиту.

Думаю, большинство из вас согласятся, что предоставление кредитов на принципах проектного финансирования является «высшим пилотажем» в области банковского кредитования и требует очень серьезной, длительной подготовки специалистов, с одной стороны, и очень качественной проработки инвестиционных проектов, с другой стороны.

² SPV – special purpose vehicle, специальная проектная компания.

3. Особенности проектного финансирования

Обязательным условием предоставления кредита на принципах проектного финансирования является вложение собственных средств инициаторами проекта в размере, как правило, не менее 25–30 % от стоимости проекта.

В основе данного требования лежат две простые идеи.

3.1. Идея № 1. «Скованные одной цепью, связанные одной целью»

Инициаторы проекта должны рисковать своими, а не только чужими деньгами. Причем эта сумма должна быть очень существенной для самих инициаторов, чтобы они боялись ее потерять. Иначе в случае первых серьезных проблем они могут махнуть рукой на проект, связанные с ним проблемы и выйти из проекта, оставив все проблемы банкам и финансовым инвесторам. Этот принцип позволяет крепко связать инициаторов проекта с другими его участниками и максимально повысить их мотивацию в решении всех проблем и препятствий, которые будет необходимо преодолеть в ходе реализации проекта. Другими словами, отступать будет некуда – «позади Москва».

3.2. Идея № 2. Залоговый дисконт

Как вы знаете, банки, оформляя имущество в залог, определяют залоговую стоимость имущества. Для этого они берут определенный дисконт к рыночной стоимости имущества, как правило, от 25 до 50 % в зависимости от уровня ликвидности имущества, создаваемого в рамках проекта, а также в зависимости от степени рискованности проекта для банка. Для проектов с высоким уровнем операционного рычага (высокой долей постоянных затрат в структуре себестоимости) и/или значительной волатильностью цен на сырье и готовую продукцию (и соответственно волатильностью маржинальной доходности) доля собственного участия должна быть заметно выше (скажем, 40–50 %). В то же время для качественных проектов в области коммерческой недвижимости, генерирующих стабильный рентный доход, доля собственного участия вполне может быть снижена до 25 % (на растущем рынке).

Обычно банки стараются выдавать только обеспеченные залогом инвестиционные кредиты. Это означает, что залоговая стоимость имущества (т. е. за вычетом дисконта к рыночной стоимости) должна быть не меньше суммы кредита. По своей экономической природе залоговый дисконт позволяет в случае дефолта по кредиту продать имущество дешевле рыночной цены, а значит, быстрее и при этом полностью погасить основной долг по кредиту за счет поступления денег от проданного имущества.

В банковском проектном финансировании единственным имуществом, выступающим в качестве залога, является имущество, приобретенное и созданное в рамках проекта. Таким образом, сумма, внесенная инициаторами и другими инвесторами в проект на внезаемной основе, выполняет также роль залогового дисконта для банка (для сравнения: в лизинге такую же роль выполняет первоначальный платеж).

Характерной особенностью проектного финансирования является применение схемы «без регресса» на имущество третьих лиц или «с ограниченным регрессом» на имущество третьих лиц.

Умное выражение «без регресса» по сути означает, что единственным источником погашения кредита будут являться активы и денежные потоки самого проекта. Таким образом, в

случае дефолта по кредиту банк не сможет обратить взыскание на активы инвесторов и иных участников проекта, находящиеся на балансе других юридических лиц.

Термин «с ограниченным регрессом» означает, что дополнительным обеспечением возвратности кредита могут быть поручительства, гарантии, залоги третьих лиц и участников проекта, выдаваемые в пользу банка до момента завершения инвестиционной фазы и выхода проекта на проектную мощность. К этому моменту основная часть рисков проекта останется позади, уровень кредитного риска для банка значительно снизится, а участники проекта смогут использовать высвободившиеся лимиты по представленным поручительствам, гарантиям и залогам под новые проекты.

Проектное финансирование предполагает, как правило, множественность источников финансирования.

Как уже говорилось выше, множественность источников финансирования позволяет распределить риски участия в проекте среди всех участников проекта и снизить кредитные риски банка. В частности, поставщики оборудования могут предоставить товарные кредиты, лизинговые компании предоставить оборудование в лизинг, государственные структуры могут предоставить налоговые льготы, субсидии, дотации, бюджетные гарантии, профинансировать затраты на создание необходимой инфраструктуры (подвести дороги, газ, линию электропередачи и т. д.), поучаствовать в акционерном капитале, банки могут предоставить долгосрочные кредиты, частные и институциональные инвесторы – купить акции проектной компании.

Развитие операций проектного финансирования в каждом конкретном банке невозможно без наличия группы высококлассных специалистов в данной области. Такие специалисты сейчас на рынке в большом дефиците, поэтому банки предпочитают заниматься менее рискованным инвестиционным кредитованием.

В чем же состоят принципиальные отличия предоставления кредитов на принципах проектного финансирования от кредитов, выдаваемых на принципах инвестиционного кредитования?

3.3. Отличия проектного финансирования от инвестиционного кредитования

1. При инвестиционном кредитовании в чистом виде источником погашения кредита являются как денежные потоки нового проекта, так и прибыль от текущей деятельности предприятия, при этом проект обычно реализуется на балансе уже действующей компании.

2. Если по каким бы то ни было причинам проект окажется убыточным, заемщик сможет погасить задолженность перед банком за счет прибыли от текущей деятельности (пусть даже с учетом необходимости частичной реструктуризации текущего долгового портфеля).

Кредиты представляются на принципах проектного финансирования, как правило, в случаях, когда создается (строится) новый отдельный бизнес (завод, торговый центр, гостиница, свинокомплекс и т. д.). При этом масштаб проекта сопоставим с масштабами текущего бизнеса инициатора или превышает их, часто имеющихся залогов не хватает, а заемщик совместно с поручителями не могут вернуть кредит только за счет прибыли от текущего бизнеса. Такой кредит является более дорогим для компании, но дает возможность бизнесу расти быстрее, так как при оценке кредитоспособности компании учитываются будущие денежные потоки от проекта, а не только прибыль от текущего бизнеса. В то же время такой кредит является более доходным для банка, так как предоставляется под более высокую ставку и часто предполагает наличие апсайда (простыми словами, возможности заработать на росте капитализации компании).

Кроме того, часто в новом инвестиционном проекте в качестве финансовых или стратегических инвесторов могут выступать новые акционеры, которые хотят отделить риски проекта от рисков, связанных с текущим бизнесом инициаторов проекта. В результате создается отдельная проектная компания с новыми акционерами. При этом стоит иметь в виду, что, к примеру, в случае если один из акционеров компании X создает новый бизнес с новыми партнерами, а остальные акционеры компании X в данном проекте не участвуют, то вряд ли по такому проекту можно будет получить полный регресс на компанию X. В лучшем случае речь может идти об ограниченном регрессе.

Банки тоже предпочитают разделять по рискам текущий бизнес и новый проект и реализовывать его на балансе отдельной проектной компании. Например, это актуально, если у действующей компании – потенциального заемщика много кредитов в разных банках, которые могут подать на банкротство по причинам, никак не связанным с реализацией проекта. С помощью такого структурирования (создания SPV) финансирующий банк защищает активы проекта от притязаний других банков и кредиторов.

Например, проект по установке новой производственной линии в одном из цехов действующего крупного промышленного предприятия можно профинансировать на принципах классического инвестиционного кредитования. А вот организовывать финансирование проекта строительства нового завода в чистом поле на балансе специально созданной проектной компании при ограниченном регрессе на инициаторов проекта или его полном отсутствии придется уже на принципах проектного финансирования, что потребует от кредитного работника тщательного анализа и минимизации всех проектных рисков.

Нередко действующие компании реализуют достаточно масштабные для размеров своего бизнеса проекты. В случаях, когда провал реализуемого проекта с большой вероятностью может привести действующую компанию к банкротству, говорят о проектном финансировании действующей компании.

Иногда грань между инвестиционным кредитованием и проектным финансированием действующей компании достаточно зыбка, поэтому банки стараются:

- минимизировать риски своего участия в проекте путем взятия поручительств компаний, которые могут погасить за заемщика (или совместно с заемщиком) задолженность по кредиту;
- застраховаться ликвидными залогами заемщика и третьих лиц, помимо залога активов, приобретаемых в рамках проекта.

При этом идеальный инициатор проекта с точки зрения банка должен иметь возможность:

- предоставить ликвидные залоги сразу и на всю сумму кредита;
- погасить кредит за счет прибыли от текущей деятельности заемщика и поручителей в случае неудачи проекта в изначально планируемые сроки;
- вложить не менее 30–40 % собственных средств в проект до начала кредитного финансирования;
- иметь опытную команду проекта.

Даже близкие к идеальным параметры инициаторов проектов не позволяют полностью отказаться от анализа самих проектных рисков, так как:

- степень платежеспособности заемщика и поручителей может со временем измениться (вспомним финансовый кризис или холдинги с высокой инвестиционной активностью);
- при проведении процедур банкротства банки, как показывает практика, возвращают за счет реализации залога только часть основного долга;

– и главное, инициаторов проектов, удовлетворяющих идеальным параметрам, уже либо не осталось, либо за ними стоит очередь из банков (как минимум так было до начала финансового кризиса).

Кроме того, как известно, принятие решения об инвестировании средств определяется соотношением риска и ожидаемой доходности. Для многих российских коммерческих банков ожидаемая доходность (процентная ставка по долгосрочному кредиту) является скорее константой, чем переменной, так как обычно варьируется в пределах 2–3 % в зависимости от качества инициаторов и качества проекта. Таким образом, основной способ существенного повышения привлекательности участия для большинства банков в проекте при наличии качественных инициаторов – это предельная минимизация уровня проектных рисков.

4. Три способа работы с рисками

Существует три основных способа работы с рисками.

Минимизация риска

В качестве основных способов минимизации рисков кредитования банк обычно использует поручительства и залоги третьих лиц, страхование имущества проекта и залогов третьих лиц, хеджирование валютных, процентных рисков, цен на биржевые товары на рынке срочных контрактов, использование гарантий возврата аванса, предварительных договоров на сбыт продукции проекта, гарантий исполнения обязательств по контракту, аккредитивных форм расчета и т. д. Существует достаточно широкий спектр инструментов снижения рисков кредитования путем проведения анализа рисков каждого конкретного проекта и разработки вариантов их минимизации.

Чтобы дать вам первоначальное представление о возможных способах минимизации рисков, приведу три примера передачи рисков от заемщика другим участникам проекта:

- работая с факторинговой компанией на условиях «без регресса», можно передать риски товарного кредитования покупателей на факторинговую компанию;
- включив в контракт на поставку оборудования условия buy back (т. е. гарантии обратного выкупа с дисконтом), можно передать часть проектных рисков компании – поставщику оборудования и т. д.;
- генеральный подрядчик может зафиксировать стоимость строительно-монтажных работ и взять риск дальнейшего увеличения стоимости строительства на себя (а рост затрат на строительство почти всегда происходил при длительной инвестиционной фазе и высоких темпах роста цен на стройматериалы в последние годы – кризис в расчет не берем).

Подробно способы минимизации различных проектных рисков будут рассмотрены в разделе «Анализ и минимизация рисков инвестиционных проектов».

Принятие риска

Принятие риска подразумевает наличие экономической возможности у заемщика и компаний-поручителей не допустить дефолта и своевременно погасить кредит в случае реализации одного или нескольких незакрытых проектных рисков.

Например, если компания, имеющая годовую чистую прибыль в размере \$10 млн в год и не имеющая инвестиционного долга, хочет привлечь инвестиционный кредит на 5 лет (на срок полной окупаемости) в размере \$5 млн, то, даже если проект окажется провальным, заемщик сможет своевременно погасить кредит за счет прибыли от текущей деятельности (т. е. без учета доходов от нового проекта). В этом случае уместно говорить о том, что компания может взять проектные риски на себя. Тем не менее в моей практике попадались клиенты, которые заявляли о том, что они берут на себя все проектные риски, не имея при этом такой экономической возможности. Банковские специалисты просто обязаны подробно проанализировать все существенные риски проекта и разработать варианты их минимизации, невзирая на возражения клиента о «горящих» платежах по контрактам, об остановке реализации проекта и тому подобные аргументы.

Избегание риска

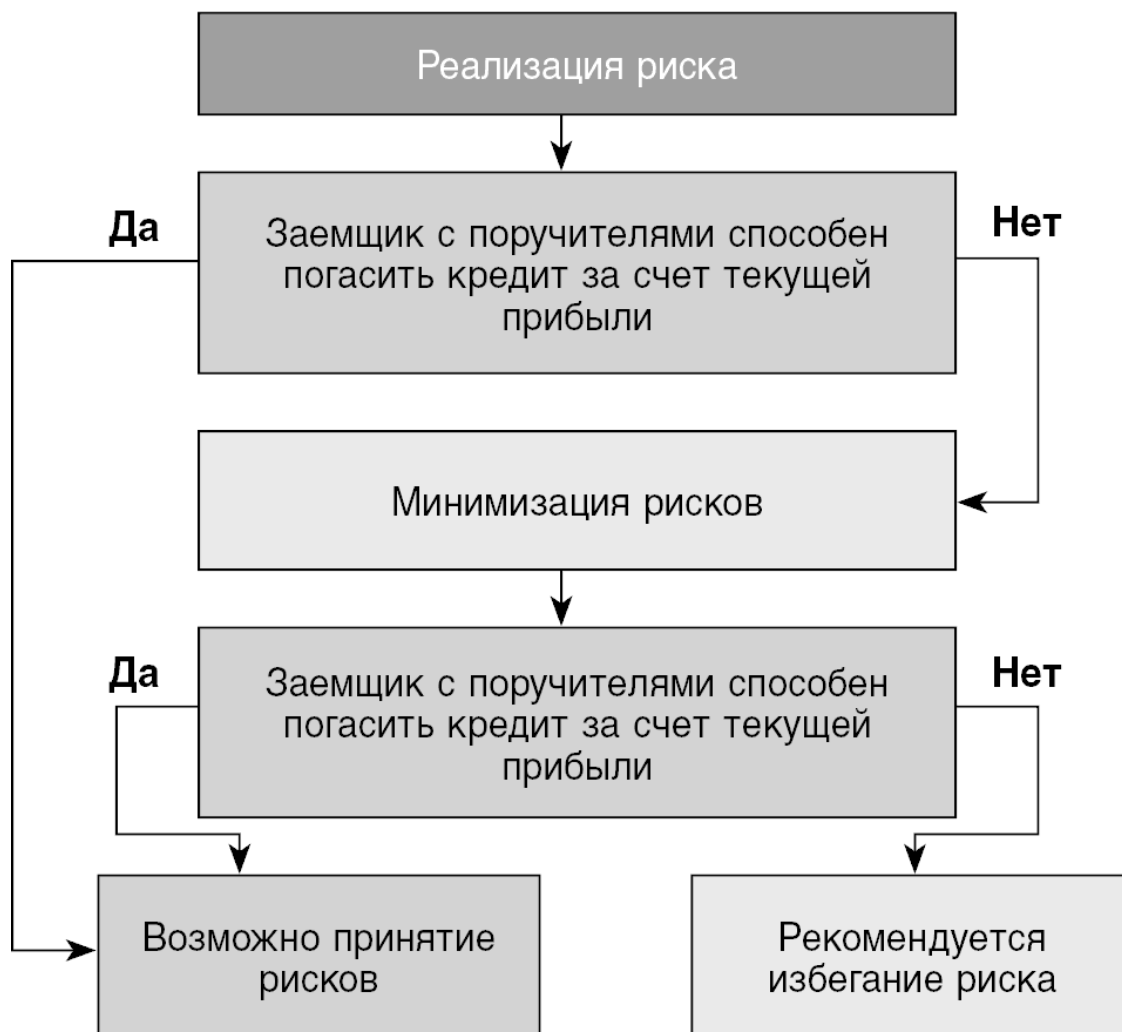
Данный вариант работы с рисками обычно используется тогда, когда не может быть найден приемлемый вариант минимизации существенных для проекта рисков до приемлемого уровня.

Избежать отдельных проектных рисков можно путем отказа работать с контрагентами по проекту на слишком рискованных условиях. Например, если поставщик оборудования требует 100 %-ной предоплаты за оборудование, отказывается использовать аккредитивную схему расчетов, предоставить гарантию исполнения обязательств по контракту и т. д., то целесообразнее избегать риска работы с данным поставщиком и найти альтернативного.

При этом стоит помнить, что банк всегда может избежать риска путем отказа в предоставлении финансирования.

5. Первичный алгоритм принятия решения о финансировании проекта

Упрощенно алгоритм принятия банком решения о финансировании проекта можно описать в виде следующей блок-схемы:



Данный алгоритм применяется к каждому из существенных для проекта рисков, описанных в данной книге. Если в результате проведенного анализа наиболее существенные риски проекта удастся минимизировать до приемлемого уровня, банк может принять решение о целесообразности финансирования такого проекта. Далее встает вопрос о правильном ценообразовании.

6. Дополнительная доходность

Банки нередко в своей практике сталкиваются с качественно проработанными проектами³ в инвестиционно привлекательной отрасли. Как правило, такие проекты иницируются опытными топ-менеджерами профильных компаний (часто вместе со своей командой), желающими построить собственный бизнес. Основная проблема таких инициаторов – дефицит собственных средств, которые можно направить на финансирование проекта, отсутствие дополнительных залогов и нередко понятных источников уплаты процентов на инвестиционной фазе проекта. Часто они могут вложить не более 10–15 % от требуемой суммы. Тем не менее при совпадении трех составляющих (высокое качество проработки проекта, сильная команда и инвестиционно привлекательный рынок) банк может компенсировать дополнительные риски участия в таком проекте получением возможности заработать на росте рыночной капитализации такой компании.

Получение дополнительной доходности может быть структурировано различными способами, например путем получения пут– и колл-опционов на (как правило, миноритарный) пакет акций проектной компании, сделок РЕПО или прямого вхождения в капитал по номиналу через банковские дочерние структуры.

Оставаясь основным кредитором и имея преимущество перед акционерами (с точки зрения очередности удовлетворения требований при банкротстве), банк с помощью таких гибридных инструментов (так называемый *mezzanine*) может получать доходность на вложенный капитал на уровне между доходностью акционерных и долговых денег. Данный инструмент финансирования очень популярен на Западе и понемногу начинает завоевывать популярность среди российских финансовых институтов. И в самом деле, если требуемая доля участия собственными средствами в конкретном проекте составляет 40 % от его стоимости, а инициатор в состоянии вложить только 15 %, то оставшиеся 25 % будут по сути долгосрочным беззалоговым (высокорисковым) кредитом, который останется необеспеченным залогом даже после завершения инвестиционной фазы проекта. При дефолте по кредиту эти 25 % будут являться, скорее всего, безнадежными к взысканию, так называемый *first loss class*⁴. Но, если проект состоится, доходность этого инструмента будет значительно выше доходности обычных долговых инструментов.

Стоит отметить, что некоторые инициаторы хотят заранее зафиксировать стоимость такого более дорогого финансирования. Это на практике можно сделать с помощью так называемой ставки РИК (*pay in kind*), которая начисляется регулярно, но выплачивается в конце срока кредита (или по завершении наиболее рискованной части кредитования – окончания инвестиционной фазы и выхода проекта на проектную мощность). Например, требуемая норма доходности для такого инструмента может составлять 25 % годовых, а ставка по кредиту структурирована как 12 % + 13 % РИК. Таким образом, чтобы не увеличивать процентную нагрузку заемщика на инвестиционной фазе, он будет платить регулярно 12 % годовых до момента выхода на проектную мощность (скажем, 3 года), после чего заплатит дополнительно оставшиеся 13 % годовых за прошедший период единовременно.

³ Проекты, по которым имеется полный пакет исходно-разрешительной документации, земля под объектом строительства оформлена в собственность или долгосрочную аренду, имеется опытный генеральный подрядчик, осуществляющий строительство объекта, и известный на рынке поставщик оборудования, осуществляющий поставку оборудования на условиях шеф-монтажа и пусконаладки с предоставлением гарантий на поставляемое оборудование; наличие предварительных соглашений о намерениях, подтверждающих основной объем сбыта продукции проекта, или потребление продукции самим инициатором в рамках вертикально интегрированного холдинга; высокая степень проработки сырьевого обеспечения проекта, маркетинговой политики, стратегии развития компании, входа и выхода для инвестора, наличие опытной команды проекта и т. п.

⁴ Класс первых убытков, наиболее рискованная часть долга.

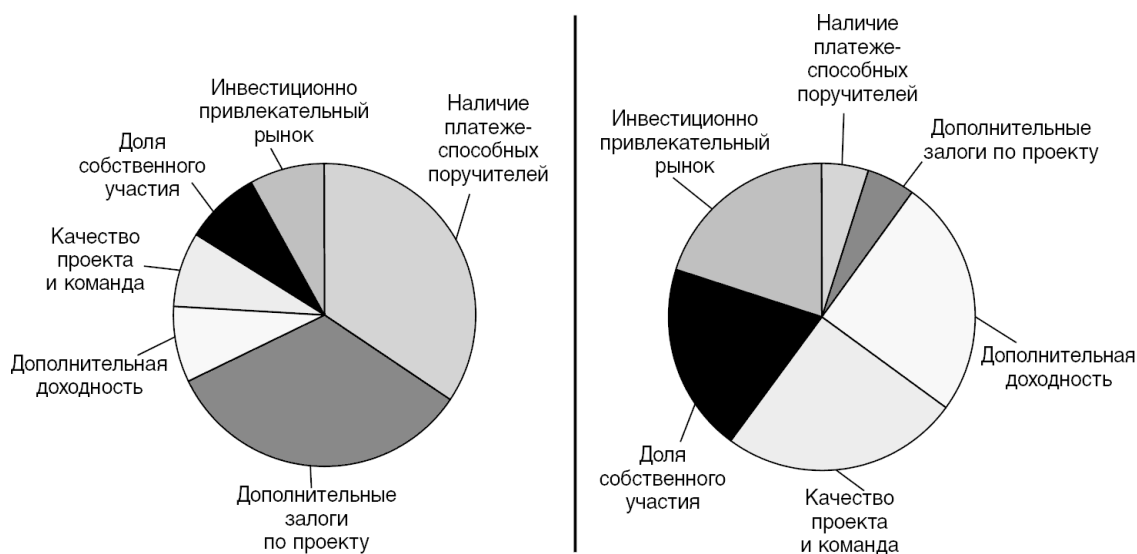
Понятно, что банки могут применять такие подходы получения дополнительной доходности к любым кредитным продуктам, которые с точки зрения кредитной политики банка считаются более рискованными, например, в случае отсутствия дополнительных залогов (помимо активов, создаваемых в рамках проекта), недостаточности денежного потока поручителей для закрытия кредитных рисков банка, а также при недостаточном объеме участия инициаторов в проекте собственными средствами.

Лирическое отступление.

При всем моем уважении к институту Сбербанка, который стал для меня в свое время «школой жизни», пользуясь случаем, хочется сказать, что с точки зрения теории корпоративных финансов при осуществлении операций проектного финансирования банк нередко занимался спорным ценообразованием, предоставляя иногда до 90 % от стоимости проекта, имея в качестве залогового обеспечения только активы проекта и взимая при этом какие-то 12 % годовых в рублях (до кризиса). Другими словами, предоставлял часть по сути акционерных и мезонинных денег (до 30–40 % от стоимости проекта) по цене обычных долговых инструментов.

Надеюсь, что в ближайшие годы политика ценообразования российских банков также будет пересматриваться, и западная практика ценообразования для более высокорискованных кредитных продуктов будет использоваться крупнейшими отечественными финансовыми институтами.

Если смотреть на структурирование и соответственно ценообразование сделок по финансированию инвестиционных проектов со стороны банка, то этот процесс можно представить себе в виде конструктора, с помощью которого можно выстраивать различные структуры, играя несколькими базовыми параметрами, такими как качество поручителей, степень обеспеченности кредита залогом основных средств, доля собственного участия инициаторов в проекте, качество команды проекта, качество самого проекта и наличие дополнительной доходности для банка. Понятно, чем ниже доля обеспеченности кредита залогом и степень закрытия кредитных рисков поручителями, тем большее значение для банка принимают такие параметры, как качество проекта, его команды, инвестиционная привлекательность рынка и наличие дополнительной доходности для банка в проекте.



7. Нам остаются только риски

Как бы ни было соблазнительно пытаться повысить привлекательность участия банка в проекте путем получения запредельной дополнительной доходности, стартовой точкой любого анализа для кредитного работника является:

- анализ и минимизация рисков, связанных непосредственно с реализацией проекта;
- анализ качества инициаторов проекта (анализ заемщика, поручителей и группы компаний инициатора в целом), чему во многом помогает инструментарий финансового анализа, о котором мы поговорим в разделе-приложении к данной книге.

Вопрос повышенного ценообразования имеет смысл обсуждать только для высококачественных проектов и качественных инициаторов (спонсоров). Таким образом, основная часть книги будет посвящена анализу и способам минимизации рисков самих проектов, а приложение – инструментарию проверки финансового качества инициаторов проектов. В частности, мы посмотрим, как с помощью известного аналитикам инструментария финансового анализа выявить те скрытые проблемы, которые вытекают из текущей деятельности заемщика, поручителей и группы компаний инициатора в целом. Проблемы, которые могут привести к снижению качества инициаторов проекта (как поручителей по кредиту), к рискам недофинансирования со стороны инициаторов (в силу прогнозируемых финансовых проблем) и рискам, которые могут быть заложены в бизнесе инициаторов в качестве бомбы замедленного действия.

II. Анализ и минимизация рисков инвестиционных проектов

В этом разделе мы рассмотрим наиболее типичные риски финансирования инвестиционных проектов с точки зрения банка, возможные способы минимизации этих рисков для банка и некоторые наглядные примеры. Классификация рисков в настоящей книге несколько отличается от общепринятой и не претендует на формирование каких-либо новых стандартов. Тем не менее на практике при проведении банком собственного дью дилидженс кредитной заявки такая классификация, на мой взгляд, может быть весьма полезной.

1. Риски, связанные с деловой репутацией клиента, или Невозвращаемая кредитная линия

Против непорядочности нет никакой страховки.
А.К. Соловьев, заместитель председателя правления Сбербанка России

Суть риска

- Риск утраты залогов и поручительств в случае возникновения проблем с погашением кредита путем оспаривания законности крупной сделки.
- Риск нецелевого использования кредита, увода денег из проекта.
- Риск двойных залогов.
- Риск предоставления заведомо недостоверной финансовой отчетности.
- Риск оспаривания законности крупной сделки, связанной с привлечением кредита / предоставление поручительства / залога по кредиту.

На мой взгляд, риски, связанные с деловой репутацией заемщика, – это самые главные риски кредитования. Если вы свяжетесь с непорядочным заемщиком, то про все, что тут написано, можно просто забыть, а саму книгу выкинуть в помойное ведро. В этой ситуации вам скорее поможет умение вести переговоры, понимание человеческой натуры, умение найти и предложить заемщику новые взаимовыгодные варианты (так как практика показывает, что напоминать про прошлые обещания и обязательства становится бессмысленно).

Предполагаю, вы скажете, что в каждом банке есть своя служба безопасности, которая дает заключения относительно деловой репутации потенциального заемщика. Это их работа и их ответственность. Но сразу хочу вас предупредить: не стройте иллюзий на сей счет. Несмотря на то что проверка службой безопасности инициаторов и ключевых участников проекта в значительной степени снижает риск столкнуться с непорядочным поведением участников проекта в случае возникновения проблемной ситуации, никакая служба безопасности не даст вам гарантию относительно порядочности того или иного клиента, если он еще не успел засветиться по криминальной линии или в СМИ с какой-нибудь неприглядной историей. Так что старайтесь по максимуму включать свои глаза, уши, связи, чтобы как можно раньше выявить потенциально проблемных клиентов.

По своему опыту могу сказать, что первые тревожные признаки начинают появляться, когда клиент неоднократно не выполняет устные обещания.

Вторая стадия – когда клиент нарушает договоренности, зафиксированные в протоколах встреч или соглашениях о намерениях. Это уже верный признак того, что проблемы с клиентом будут.

На третьей стадии заемщик нарушает дополнительные условия и ограничения, предусмотренные кредитным договором (например, ограничения, касающиеся непредоставления поручительств и залогов в пользу третьих лиц без письменного согласования с банком).

На четвертой стадии клиент начинает вас избегать, отключает телефон, не отвечает на e-mail, не приходит на встречи, врет.

Пятая стадия переходит в просрочку, судебные тяжбы и банкротство.

Давайте рассмотрим несколько примеров, подтверждающих тезис о том, что против непорядочности нет никакой страховки.

История первая. Про второй девятый вагон

Наверняка многие помнят историю, рассказанную Михаилом Задорновым (тем, который сатирик, а не чиновник), о том, как к одному поезду подцепили два девятых вагона.

Смех смехом, а в кредитовании таких историй было уже достаточно. Только истории эти не про второй девятый вагон, а про двойной залог.

При залоге недвижимости обременение регистрируется в ФРС⁵, и у банка есть определенная гарантия, что второй раз эту недвижимость другому банку уже не заложат. При залоге автотранспорта и сельхозтехники обременения тоже регистрируются, правда, на моей памяти были случаи, когда особо «талантливые» заемщики находили пути решения этих проблем в Гостехнадзоре. А вот что касается оборудования и товаров в обороте, то проследить наличие обременений на данные виды имущества попросту нигде, кроме как в книге залогов, которую сам залогодатель и ведет. И банки опираются на честное слово клиента, т. е. на его письменные заверения, что, дескать, данное имущество нигде более не заложено. Понятно, что фактор порядочности заемщика является в данных вопросах ключевым.

Пока бизнес развивается нормально и не испытывает финансовых проблем, банк может даже не знать про двойные залоговые. Проблемы начинаются, как правило, тогда, когда возникает просрочка. Вот тут-то «оно» и всплывает. Конечно, ни один бизнес не застрахован от дефолта, но именно момент возникновения просрочки (не технической на 1–3 дня, а вызванной неудовлетворительным финансовым состоянием компании) является своеобразным моментом истины, когда заемщик показывает свое настоящее лицо. На этом этапе выясняется (иногда, правда, и раньше), что заложенные товары в обороте уже проданы, а оборудование заложено в 2–3 банках.

Эта история плавно перетекает в другую.

История вторая. О том, как собственник «оставил трохи для себя»

Итак, представьте себе собственника небольшого завода, который, как это часто происходило в постперестроечные времена, будучи гендиректором предприятия, скупил акции у работников (придержав выплату заработной платы на N месяцев). Однако для эффективного управления предприятием в современных условиях у собственника не было необходимых знаний, да в общем-то и драйва тоже. На предприятии не велся управленческий учет, финансовое планирование и бюджетирование. Для банка выпускались какие-то бумажки с аналогичными названиями, но это были скорее отписки. Завод даже выпускал некоторые продукты с отрицательной маржинальной доходностью (!), да и в целом это был бизнес в стиле дзен. С течением времени оборудование устарело и стало неконкурентоспособно, стоящие кадры разбежались, начали нарастать убытки.

В то же время беда некоторых банков в том, что им необходимо выполнять планы по размещению кредитных ресурсов практически любой ценой. (В своем роде перед управляющими и руководителями кредитных отделов стоит дилемма: не будешь выполнять план по размещению кредитов – выгонят сейчас, а будешь выдавать высокорискованные кредиты – выгонят потом, после первой крупной просрочки). Учитывая, что живых, т. е. работающих, предприятий в районе было мало, то, как говорится, на безрыбье и рака будешь кредитовать, причем под залог того самого устаревшего оборудования и полуразрушенной недвижимости.

Конечно, в кредитующем банке работали не дураки, и они понимали, что заводик через год-другой станет банкротом. И активно размышляли, как разрулить назревающую проблемную ситуацию, кому можно было бы продать производственную площадку, да так, чтобы новый собственник взял на себя обязательства перед банком по обслуживанию всех старых долгов предбанкротного предприятия. Неоднократные встречи с собственником на тему получения его согласия продать бизнес за долги (бесплатно переписать акции на потенциального инве-

⁵ Федеральная регистрационная служба.

стора) и сохранить лицо возымели на него обратный эффект. Собственник понял, что бизнесу скоро придет... конец и надо оставить «трохи для себя» на спокойное дожитие. Он пошел по банкам «как в последний раз» набирать коротких оборотных кредитов под залог уже несуществующих товаров в обороте и ранее заложенного оборудования.

Здесь надо сделать лирическое отступление на тему кредитной политики некоторых небольших банков. Часто, видя, что крупный банк по уши завяз в заемщике, т. е. сидит в нем прочно, надолго, является крупнейшим кредитором и выбраться не может, предоставляются короткие небольшие кредиты в расчете на то, что основной банк-кредитор в случае чего поможет погасить этот небольшой кредит, так как не в его интересах допускать банкротство такого заемщика. Как правило, величина ссудной задолженности у основного банка-кредитора к этому моменту значительно превышает реальную стоимость имеющихся активов компании-заемщика. А если прикинуть еще расходы на судебные издержки, приставов и возможные риски, связанные с непорядочным поведением заемщика (например, оспаривание законности сделки и т. п.), то банк понимает, что в случае реализации сценария с банкротством, он не получит обратно и половины денег. Это понимает и маленький банк и строит свою игру на этом расчете.

Так вот, наш главный герой сумел-таки взять еще пару кредитов на весьма приличную для спокойного дожития сумму и направил эти деньги в качестве предоплаты за сырье некой компании Х. Излишне говорить, что сырье на завод так и не пришло... Да, иногда поставщики тоже оказываются жуликами, но это уже совсем другая история.

В целом искушение привлечь крупные кредиты и сыграть ва-банк особенно велико тогда, когда состояние компании характеризуется высокой вероятностью банкротства. Акционеры фирм, привлекающих дополнительные кредиты, могут выиграть, но подобные решения противоречат интересам текущих кредиторов.

Существующий риск конфликта интересов кредиторов и собственников объясняет присутствие практически во всех соглашениях о займах или кредитах особых условий, защищающих интересы кредитора, таких как ограничения на привлечение дополнительных кредитов, предоставление залогов, поручительств, займов в пользу третьих лиц, ограничения на крупные инвестиции, на продажу основных фондов и ограничения на сделки слияния и поглощения, чтобы не допустить снижения надежности существующего долга и контролировать уровень кредитного риска. Далее такие обязательства-ограничения, накладываемые на деятельность заемщика, мы будем называть ковенантами.

Порой, не достигнув взаимопонимания с текущим банком-кредитором относительно возможности финансирования новых крупных проектов и допустимого совокупного уровня долга, заемщики начинают искать пути обхода подписанных ранее в кредитных договорах ковенант. При желании придумать механизм вывода денег из бизнеса в новые проекты формально, не нарушая ковенант, достаточно просто. Например, если в договоре заемщик брал на себя обязательства не выдавать и не предоставлять поручительств по кредитам в пользу третьих лиц (в том числе в пользу новой проектной компании), то, если читать договор буквально, заемщик не нарушит условия кредитного договора, если купит вексель новой проектной компании (можно привести много иных способов вывода денег, но речь сейчас не об этом). Формально заемщик не нарушит взятых обязательств, фактически – не сдержит слово. Это опять же вопрос порядочности клиента. В случаях, когда компания начинает вести агрессивную политику заимствований и это приводит к конфликту между банком и заемщиком, порядочный клиент должен найти новый банк, который будет готов разделить более высокий уровень риска, найти иные источники финансирования и закрыть имеющиеся долги перед текущим банком.

Я также хотел бы обратить внимание кредитных работников, что, если вы столкнетесь с ситуацией, когда ваш банк не согласовал с клиентом вопрос о привлечении кредитов на дальнейшее расширение бизнеса и реализацию новых проектов, надо быть готовым к неприятным

сюрпризам. В восьми случаях из десяти клиент не откажется от своих планов и направит свои усилия на то, чтобы придумать, как формально, не нарушая договоренностей, осуществить задуманное. Не расставайтесь с клиентом, не достигнув какого-либо приемлемого для обеих сторон решения, иначе неприятных сюрпризов не избежать.

Разумеется, некоторые заемщики ведут себя непорядочно не по злому умыслу, а из-за банального страха потерять бизнес, если финансирование будет остановлено. Они считают возможным во благо спасения бизнеса и его будущего процветания вводить банк в заблуждение относительно своего реального финансового состояния (а проще говоря, обманывать). Об этом наша следующая история.

История третья. Фокусники

Жил да был один небольшой завод. Однажды у него появился новый эффективный собственник со своей командой, который, купив за несколько лет еще несколько таких заводов, создал холдинг, занявший впоследствии заметную долю российского рынка. Новые заводы приобретались преимущественно на долговые деньги. Конечно же, на этих заводах требовалось проводить реконструкцию и модернизацию. А еще нужно было вкладывать приличные деньги, чтобы выстраивать собственную дистрибьюторскую сеть, выводить на рынок собственный портфель брендов. И эти затраты тоже финансировались преимущественно за счет долговых денег. Долго ли, коротко ли сказка сказывалась, но, когда пришла пора выплачивать кредиты, прибыли у холдинга не оказалось, как, впрочем, и убытков. У дайверов это называется «зависнуть над бездной». Руководство заемщика обратилось к банку с просьбой реструктурировать долги и предоставить дополнительно оборотные кредиты. Банк удовлетворил просьбу. Некоторое время все было спокойно (убытков у холдинга не было, проценты он платил исправно, банкиры сильно не нервничали). Но вот снова подошли сроки начала погашения реструктурированных кредитов. Заемщик снова обратился в банк и попросил опять реструктурировать долги и дать еще новых оборотных кредитов. Это было странно, так как выручка у холдинга за это время почти не выросла, убытков у холдинга не было, на что же опять потребовались оборотные кредиты? И тут у одного кредитного работника возникла гипотеза: а не на уплату ли процентов нужны новые оборотные кредиты? А если так, значит, текущей прибыли холдинга недостаточно для обслуживания процентной нагрузки, значит, реально у холдинга нарастают убытки. Только где же они, если в консолидированной финансовой отчетности их нет? При дальнейшем расследовании выяснилось, что заемщик использовал фирмы-прокладки, чтобы прятать на их балансе убытки от текущей деятельности. Схема была достаточно проста: продукция холдинга продавалась этим фирмам по завышенной цене (чтобы избежать убытков в финансовой отчетности холдинга), а эти фирмы в свою очередь продавали продукцию на рынке по реальной, более низкой цене, аккумулируя на своем балансе убытки холдинга. Впоследствии заемщик пытался объяснить, что делал это из-за страха того, что банк перестанет перекредитовывать текущие долги, а собственник потеряет бизнес. Справедливости ради надо сказать, что команда холдинга была достаточно сильной и имела четкие планы выхода из кризиса, но предпочитала не нервировать банк. Про такие компании обычно говорят, что они «сидят на кредитной игле» и полностью зависят от банка, так как другие банки, видя уровень текущей долговой нагрузки компании, связываться с ней уже не хотят.

Здесь необходимо сказать о важности выстраивания доверительных отношений с клиентом. Если клиент видит в вас цербера на страже своих денег или, хуже того, потенциального убийцу, который может перекрыть кислород (т. е. финансирование) тяжелобольной компании, то даже порядочные клиенты могут скрыть от банка реальную картину происходящего, если, конечно, эта картина удручающая. Минус такого имиджа в том, что банк может узнать о серьезных проблемах клиента тогда, когда гром уже грянул. Поэтому всегда

старайтесь выстраивать доверительные отношения с клиентом. Пусть он видит в вас своего консультанта, своего партнера, своего друга, в конце концов, и рассказывает вам о ключевых проблемах бизнеса. Тогда у вас появится возможность заблаговременно, при появлении первых тревожных признаков разработать совместно с клиентом план мероприятий для недопущения возникновения по-настоящему проблемной и просроченной задолженности, а если она даже возникнет, то пройти через все эти тяготы по-партнерски, помогая друг другу.

Вообще игра в финансовые прятки стара как мир. В нее иногда играют даже крупные международные корпорации и банки, несмотря на то что в западных бизнес-школах, в отличие от российских, преподают деловую этику и уделяют ей большое внимание. Вспомните нашу мевшие банкротства иностранных компаний и банков последних десяти лет. Практически все они так или иначе связаны с нарушением топ-менеджерами компаний элементарной этики. Так что, занимаясь кредитованием российских компаний, не теряйте бдительности. И пусть вас всегда настораживает постоянно возрастающая потребность заемщика в оборотных средствах, если этому нет очевидных обоснований: выдвигайте гипотезы, считайте, проверяйте, анализируйте!

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.