Олег ИВАНОВ,
вице-президент,
Внешэкономбанк

Фабрика проектного финансирования — сложный синтез секьюритизации и банковского инструментария

Фабрика проектного финансирования (далее — Фабрика), запускаемая Минэкономразвития на базе Внешэкономбанка, объединяет сразу несколько современных финансовых инструментов — проектное финансирование, синдицированное кредитование, деривативы на процентные ставки и секьюритизацию. В эти сложно структурированные договорные отношения тонко интегрированы механизмы поддержки — государственная гарантия и бюджетная субсидия.

ОСНОВНЫЕ КОНЦЕПЦИИ

Предтечей Фабрики можно считать постановление Правительства № 1044, определившее порядок финансирования проектов[1]. Принятое в 2014 году в качестве одной из антикризисных мер, оно позволило снизить стоимость заимствований и увеличить их сроки. В соответствии с Постановлением банки осуществляли первоначальный поиск проектов, окончательное решение принимала Межведомственная комиссия. Отобранный проект получал частичную госгарантию и заемные средства на нерыночных условиях: кредитор рефинансировал

[1] Постановление Правительства РФ от 11.10.2014 г. № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования».

выданную ссуду в Банке России под льготную процентную ставку.

Основные недостатки и ограничения программы стали ясны еще до ее запуска. Процедура отбора проектов отличалась сложностью и бюрократизмом. К участию в финансировании было допущено небольшое число крупнейших банков с капиталом свыше 100 млрд руб. Поскольку фактическим источником средств выступал Банк России, создавший для этого специализированный инструмент рефинансирования, объемы программы были заведомо ограничены.

Фабрика призвана не просто устранить недостатки прежней модели, а наполнить ее рыночным содержанием и духом. Ее ключевая концепция — совместное участие государства, институтов развития и рыночных игроков в финансировании сложных долгосрочных проектов. С одной стороны, такая кооперация позволяет наиболее эффективным образом разделить разнообразные риски, присущие проектному финансированию, а с другой — добиться мультипликации, когда на один государственный рубль в проект привлекается 3–5 руб. с финансового рынка.

Важную роль интегратора публичного и частного сектора призван сыграть институт развития — Внешэкономбанк. Он одновременно является координатором мер государственной поддержки и агентом по основным рыночным инструментам (синдицированному кредиту, договору производных финансовых инструментов (ПФИ), выпуску облигаций). При этом исключается конкуренция с коммерческими банками. Если подготовленный Фабрикой проект может быть профинансирован на текущих рыночных условиях, Внешэкономбанк ограничивается незначительным участием, либо совсем не участвует в финансировании.

Принципиально изменяется процедура отбора и экспертизы проектов. Действует принцип «четырех глаз». Решение об отборе принимает Внешэкономбанк, в то же время для банков обеспечивается доступ к полной информации о проектах. Банки могут также инициировать включение проекта в портфель Фабрики, проводить собственный анализ и экспертизу.

Институт развития поддерживает проект различными способами — вложением в капитал проектной компании, вхождением в органы управления заемщика, участием в младших траншах долгового финансирования. Эти транши дополнительно покрывают риски, связанные с возможным превышением сметы, увеличением сроков запуска проекта или наступлением иных неблагоприятных обстоятельств.

Фабрика финансирует три приоритетных направления — высокотехнологичные обрабатывающие производства, инфраструктуру, экспорт. Заемщиком является специально создаваемая проектная компания, что позволяет изолировать риски и активы проекта от имущества и рисков спонсоров (инициаторов). На этапе запуска Фабрики допускается кредитование действующих заемщиков. Стоимость проекта должна составлять не менее 3 млрд руб. без учета капитализируемых процентов по кредитам (займам). За счет заемных средств финансируется не более 80% этой стоимости, доля собственных средств, направляемых заемщиком (спонсорами, инициаторами), составляет не менее 20%. Приоритет отдается по-настоящему долгосрочным проектам со сроками финансирования до 20 лет.

СИНДИЦИРОВАННЫЙ КРЕДИТ

Заемщик получает денежные средства, заключая договор синдицированного кредита. Синдикация — ключевой инструмент Фабрики. В общем случае предусматривается три кредитных транша, которые различаются по виду кредиторов, срокам, процентным ставкам и обеспечению. Наиболее долгосрочный транш (транш А) структурируется так, чтобы соответствовать требованиям последующей секьюритизации. Он погашается в конце срока финансирования проекта (balloon). Транш предоставляется заемщику Внешэкономбанком, а в дальнейшем[1] непосредственным эмитентом облигаций — специализированным обществом проектного финансирования (СОПФ). Поэтому на Рисунке 1 форма транша А напоминает ступеньку: бóльшую часть срока заемщик выплачивает только проценты, сумма основного долга не изменяется.

Транш Б финансируется коммерческими банками, его срок короче на три-пять лет.

[1] С 1 июня 2018 года закон допускает участие в договоре синдицированного кредита (займа) в качестве первоначальных кредиторов не только банков, но также иных лиц, в том числе управляющих компаний, фондов и СОПФ.

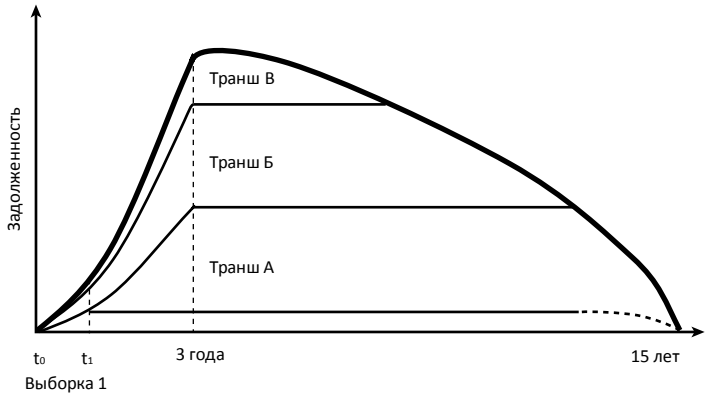


Рисунок 1
Задолженность проектной компании

Разница в сроках зависит от порядка погашения долга, выбранного заемщиком. При пропорциональном погашении она будет больше, при аннуитетном — меньше. В любом случае срочность финансирования проекта со стороны банка заметно сокращается, приближаясь к длине банковских пассивов.

Защитную функцию выполняет транш В, предоставляемый Внешэкономбанком. Это наиболее дорогой транш, поэтому в интересах заемщика погасить его в первую очередь. Средства транша В могут расходоваться на выплату процентов по траншам А и Б на инвестиционной фазе, когда проект не создает денежного потока. Такая потребность возникает при недостаточности средств, предоставленных спонсорами. По траншу Б теоретически возможна капитализация процентов, но транш А должен генерировать регулярные купонные выплаты по облигациям. Средства транша В могут потребоваться также для покрытия превышения сметы (cost overrun) при завершении инвестиционной фазы. В этом случае он структурируется в виде резервной кредитной линии.

В базовой модели выборка по траншам А и Б осуществляется пропорционально. На практике у заемщика может возникнуть потребность в оперативном получении бридж-кредита. Рефинансировать его удобно из транша А, что единовременно создает достаточный объем задолженности (базового актива) для выпуска облигаций.

Погашение долга по кредиту на операционной фазе осуществляется в определенной очередности. Сначала уплачиваются проценты по траншам А, Б и В, затем в обратной очередности (В, Б, А) погашается основной долг. Допустимо использование договорного условия cash sweep, согласно которому весь остаток средств на счете заемщика используется для выплат кредиторам. При этом точного графика погашения не устанавливается. Главным ограничителем остается запрет на досрочное погашение транша А (с определенными исключениями).

С 1 февраля 2018 года вступил в силу Закон о синдицированном кредите[1], который урегулировал отношения между участниками синдиката. Законопроект готовился координационным советом Ассоциации банков России при активном участии представителей банков и юридических консультантов с середины 2014 года[2]. Этой работе предшествовала подготовка Стандартного договора синдицированного кредита, основанного на модели документации Loan Market Association (LMA). Таким образом,

[1] Федеральный закон от 31.12.2017 г. № 486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе) и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

[2] В центре обсуждения стояли вопросы о праве участия в синдикате кредиторов небанковских организаций, о взаимной ответственности кредиторов за выдачу полной суммы кредита, о правовой природе объединения кредиторов, о полномочиях кредитного агента (управляющего) и управляющего залогом, о порядке передачи участия в синдикате (замена кредитора), о сохранении синдиката кредиторов при банкротстве заемщика. Не все из них решены удовлетворительным образом в принятой редакции закона.

принятие закона и приведение в соответствие с ним договорной базы обеспечило Фабрике надлежащую правовую основу.

Важной экономической предпосылкой удлинения сроков кредитования является переход на плавающие процентные ставки. Текущую макроэкономическую конъюнктуру отличает устойчивый тренд на снижение процентных ставок, который является результатом успешной политики Банка России по инфляционному таргетированию. С одной стороны, использование плавающих ставок позволяет кредиторам комфортно рефинансировать долгосрочные кредиты, с другой — сокращает процентные расходы заемщиков при снижающихся ставках[1]. Как видно на Рисунке 2, ожидается, что в течение трех ближайших лет средние ставки по корпоративным кредитам будут снижаться темпом 1 п.п. в год при сохранении макроэкономической стабильности. В рамках Фабрики проектного финансирования предлагается две базы для определения плавающих процентов — ключевая ставка Банка России (КС) и индекс потребительских цен (ИПЦ).

Переход на плавающие ставки несет очевидные риски для заемщиков, в памяти которых свежа ситуация декабря 2014 года. Внезапное увеличение Банком России ключевой ставки на 7.5 п.п. привело к глобальному пересмотру процентов по банковским кредитам. Для того чтобы исключить реализацию подобных рисков в будущем, в Фабрике заложен механизм хеджирования плавающих процентных ставок, предусматривающий фиксацию максимума (кэп). Он состоит из двух элементов. Государство ежеквартально предоставляет Внешэкономбанку субсидию в случае, если ключевая ставка или инфляция превышают установленное триггерное значение[2]. В свою очередь Внешэкономбанк

[1] Предоставление долгосрочных кредитов под фиксированные ставки привело в последние годы к ожидаемому эффекту — лавине переговоров о снижении ставки и рефинансировании действующих кредитов. При этом кредиторы требуют с заемщиков приличные комиссии за досрочный возврат, а надежные заемщики шантажируют кредиторов уходом к конкурентам, предлагающим более выгодные условия.

[2] Для ключевой ставки триггером является значение 4% + ОФЗ-ИН, где 4% — целевое значение инфляции, а ОФЗ-ИН — значение рыночной доходности по средневзвешенной цене к погашению обращающихся на рынке облигаций федерального займа с индексируемым номиналом. Первый выпуск таких ОФЗ был размещен в середине 2015 года. Среднее значение рыночной доходности для него за истекший период равно 2.94%. Следовательно, максимальное значение ключевой ставки для фабрики фиксируется на уровне около 7%.

Для инфляции триггером является значение 4%. Поскольку текущий уровень инфляции (2.5% на декабрь 2017 года) опустился существенно ниже целевого показателя, использование ИПЦ в качестве базы для расчета плавающей ставки приводит к завышению уровня процентной маржи.

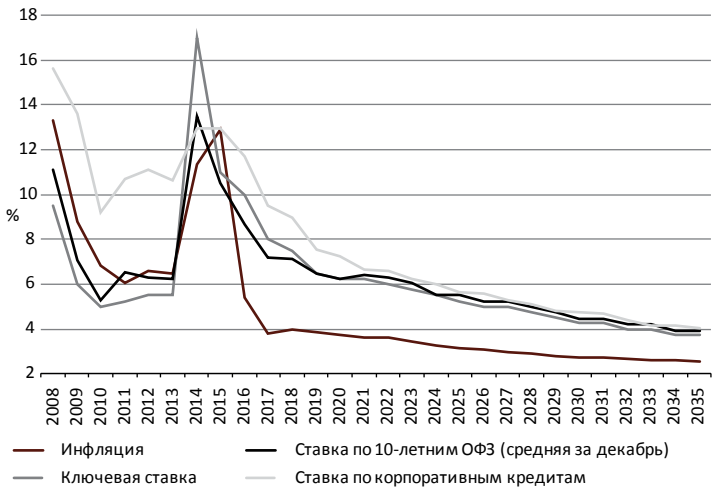


Рисунок 2
Прогноз снижения ставок в экономике

«передает» эти средства заемщику путем заключения с ним договора производного финансового инструмента — сделки фиксации максимума процентной ставки (вид процентного свопа). Платежи сторон начисляются на номинал, равный остатку задолженности по всем траншам синдицированного кредита. Внешэкономбанк уплачивает проценты по плавающей ставке в случае, когда ключевая ставка превышает определенный максимум. Заемщик платит фиксированную ставку, размер которой является минимальным (0.05–0.10% годовых). С точки зрения Внешэкономбанка бюджетная субсидия выполняет роль зеркальной сделки, закрывающей риски роста ключевой ставки. Даты платежей по сделке кэп синхронизированы с датами уплаты процентов по договору синдицированного кредита.

Предусмотрен еще один вариант хеджирования. Если транш Б предоставлен под фиксированную ставку на весь срок (без права банка изменять проценты в одностороннем порядке), то процентный риск перекладывается на кредитора. С увеличением ключевой ставки вырастут его расходы на рефинансирование. Поэтому сделка кэп на указанных выше условиях заключается между Внешэкономбанком и участниками синдиката кредиторов. Порядок предоставления субсидии в обоих случаях определен в Постановлении Правительства[1].

Еще одним важным условием участия коммерческих банков в проектном финансировании является снятие нормативных барьеров, существующих в банковском регулировании. Действовавшие до начала 2018 года правила расчета резервов на возможные потери по ссудам и достаточности собственного капитала банков не учитывали особенностей проектного финансирования и синдицированного кредитования.

Порядок определения резервов на возможные потери по ссудам (РВПС) установлен в Положении Банка России № 590-П (ранее — № 254-П). При формировании резерва по ссуде кредитные организации самостоятельно, на основании своего профессионального суждения, определяют размер расчетного резерва. В общем случае резерв по каждому крупному кредиту начисляется с учетом классификации ссуды в одну из пяти категорий качества, в основе которой лежат (1) финансовое положение заемщика и (2) качество обслуживания им полученного кредита.

В случае проектного финансирования заемщиком является проектная компания, не имеющая истории и созданная для реализации отдельного проекта. На инвестиционной фазе проектная компания не осуществляет обычной производственной деятельности. Поэтому к ней не применима обычная методика оценки финансового положения заемщика. Кроме того, до начала производства проектная компания также не имеет источников для погашения полученных кредитов, поэтому их обслуживание (выплата процентов и основного долга), как правило, не осуществляется. Это значит, что отдельная оценка финансового положения проектной компании и качества обслуживания ссуды на инвестиционной

[1] На момент написания статьи постановление Правительства РФ «О программе “Фабрика проектного финансирования”» находилось в разработке.

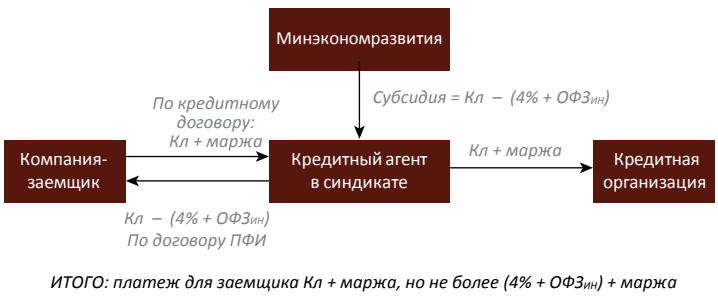


Рисунок 3
Хеджирование максимума процентной ставки

Таблица 1
Резервы для четырех категорий качества проектного финансирования

Качество	Резервы (от размера ссуды), %
Сильное	1-5
Достаточное	5–10
Удовлетворительное	10–35
Слабое	35–100

фазе практически не осуществимы. Согласно такому подходу, банки вынуждены относить бóльшую часть проектного финансирования к третьей категории качества с начислением резерва от 20% и более, что делает кредитование экономически не целесообразным.

Для оценки качества проектного финансирования в рамках подхода, основанного на внутренних рейтингах, используется иная методика (Положение ЦБ № 483-П), основанная на оценке пяти интегральных элементов:

1) финансовых условий проекта,
2) правовой структуры и политических рисков,
3) технологических и рыночных характеристик проекта,
4) надежности спонсора (инициатора) проекта,
5) обеспечении.

По результатам оценки этих элементов выделяют четыре категории качества проектного финансирования (сильное, достаточное, удовлетворительное, слабое). В результате было предложено дополнить положение № 590-П методикой оценки качества проектного финансирования. Критерии для отнесения проектного финансирования к одной их четырех категорий взяты из Положения № 483-П. Новые правила расчета резервов в рамках Фабрики проектного финансирования позволят уменьшить резервы в 10 раз для качественных проектов (см. Таблицу 1).

Кроме того, было предложено внести изменения в инструкцию № 180-И (об обязательных нормативах банков) таким образом, чтобы исключить применение повышающих коэффициентов к качественным сделкам, заключаемым в рамках Фабрики проектного финансирования. В регулировании используется значительное число формальных «существенных факторов», которые в применении к проектным кредитам увеличивают нагрузку на банковский капитал за счет использования повышающего коэффициента 1.5.

ПОЧТИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Второй уровень структуры Фабрики образует сделка по выпуску облигаций, обеспеченных портфелем траншей А синдицированных кредитов. Разберем ее основные сходства и отличия от классической секьюритизации.

Проведя выдачу по траншу А, Внешэкономбанк уступает возникшее право требования по кредиту специализированному обществу — эмитенту облигаций (СОПФ). СОПФ, как и специализированные финансовые общества, появились в российском законодательстве в 2013 году. Однако в отличие от СФО до сих пор ни одно из них не выпускало облигации. Причиной тому, как считают эксперты, является не вполне удачное регулирование. В свое время конструкция СОПФ была включена в так называемый Закон о секьюритизации[1] только во втором чтении, без надлежащей юридической и методологической проработки. Цели и предмет деятельности СОПФ описаны в законе недостаточно определенно[2]. В результате при структурировании сделок СОПФ отводится роль «финансовой прокладки», превращение ее в полноценную проектную компанию, осуществляющую операционную деятельность, невозможно.

В то же время СОПФ наделено более широкими полномочиями, нежели СФО. В отличие от последнего, оно вправе осуществлять более широкий круг сделок, в том числе предоставлять займы. Это обстоятельство и обусловило выбор СОПФ для Фабрики проектного финансирования.

[1] Федеральный закон от 21.12.2013 г. № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

[2] См. ст. 15.1 федерального закона от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

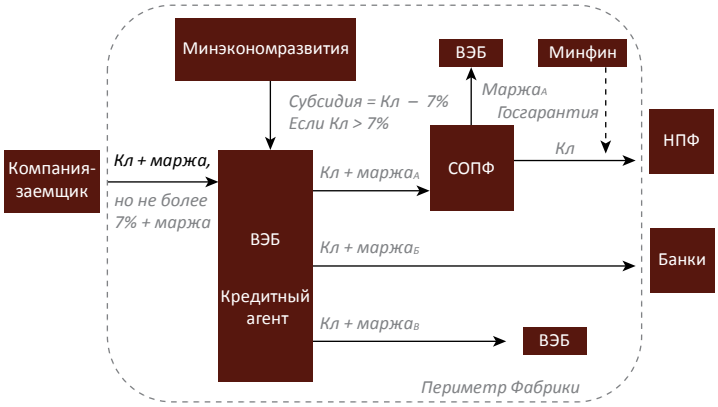


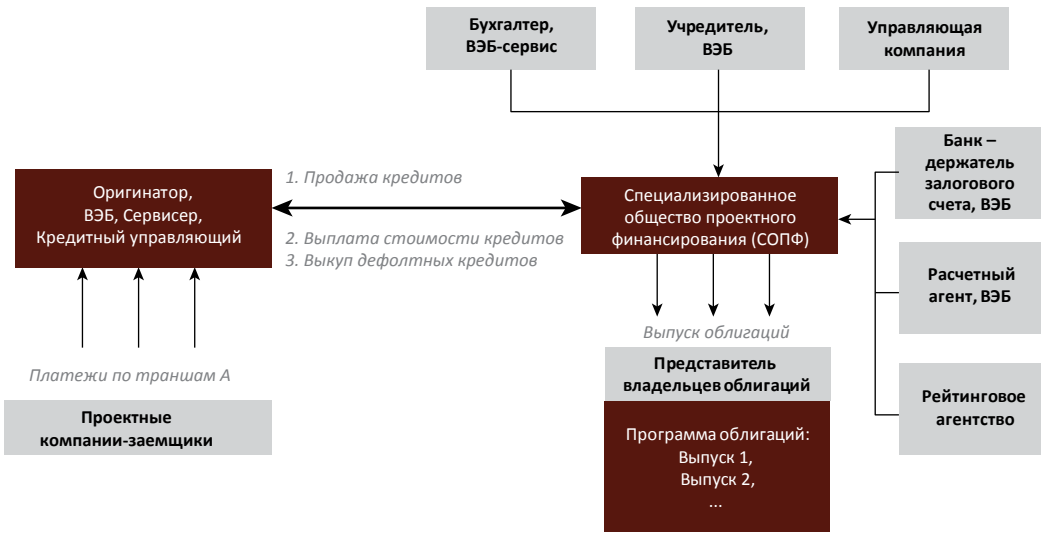
Рисунок 4
Процентные платежи в Фабрике

Оно вправе направлять средства, полученные от выпуска облигаций, не только на выкуп у Внешэкономбанка уже существующих требований по кредитам, но и напрямую на выдачу кредитов заемщикам.

СОПФ создается как 100% дочернее общество Внешэкономбанка, а не «сиротская» компания. Первопричиной такого решения стало условие, поставленное Минфином и закрепленное в Законе о бюджете. Только в этом случае министерство было готово предоставить государственную гарантию по облигациям СОПФ.

Закон разрешает СОПФ иметь штат работников. Однако для целей рефинансирования кредитного портфеля такая потребность отсутствует. Полномочия единоличного исполнительного органа могут быть переданы управляющей компании. Проблема состоит в том, что она не должна быть аффилирована с СОПФ и потому не может входить в группу Внешэкономбанка. С учетом санкционных ограничений отбор обладающей необходимым опытом управляющей компании потребует времени. Поэтому на момент

Рисунок 5. Выпуск облигаций в Фабрике



регистрации СОПФ управлялось генеральным директором.

Облигации СОПФ имеют тройную защиту от дефолта. Они обеспечены залогом проектного покрытия, а именно портфелем кредитных требований, соглашением с Внешэкономбанком о выкупе дефолтных кредитов и государственной гарантией. Как ожидается, СОПФ будет формировать проектное покрытие и выпускать облигации в течение первых трех лет. За это время на его балансе появится 294 млрд руб. кредитных требований по траншам А к 30–50 заемщикам. Для их финансирования будет выпущено 10–15 выпусков облигаций со сроками 10–15 лет. Все облигационеры получают право залога одной очередности в отношении проектного покрытия.

Для того чтобы реализовать этот юридический механизм, потребовалось включить в закон понятие программы облигаций СОПФ. Соответствующие поправки в Закон о рынке ценных бумаг были внесены с принятием Закона о синдицированном кредите. В программе будут определены все основные условия облигационных выпусков СОПФ, за исключением сроков, объемов и процентных ставок.

Таким образом, в отличие от сделок классической секьюритизации, СОПФ не выпускает старших/младших классов облигаций. Это невозможно в ситуации, когда проектное покрытие (базовый актив) постоянно увеличивается в объеме. Условный оригинатор сделки — Внешэкономбанк — принимает риски активов иным образом. СОПФ заключает с ним договор о выкупе проблемных (дефолтных) кредитов. К таковым относятся все кредиты с просрочкой 90+, кредиты, заявленные к досрочному возврату, а также требования заемщикам, в отношении которых возбуждено дело о банкротстве. Резерв на покрытие убытков от выкупа дефолтов формируется Внешэкономбанком за счет кредитной маржи по траншам А.

В результате риски активов остаются на Внешэкономбанке в полном объеме. Этого и следовало ожидать, ведь СОПФ является 100%-ной дочкой банка, банкротство которой недопустимо.

В остальном структура сделки по выпуску облигаций СОПФ не сильно отличается от уже закрытых сделок с участием СФО. Все функции по управлению кредитным портфелем, ведению бухгалтерского учета, проведению эмиссионных операций передаются внешним контрагентам.

Обратим внимание на особенности сервисного обслуживания в фабричной сделке. Они объясняются ролью кредитного управляющего (агента) в синдикате. Все платежи заемщика по кредиту проходят через агента, функции которого выполняет Внешэкономбанк. Ситуация не изменяется также после уступки требований по траншу А СОПФ. Полномочия агента устанавливаются в договоре о синдицированном кредите. Это делает излишним бóльшую часть положений обычного договора о сервисном обслуживании. Кредитный управляющий в синдикате «автоматически» исполняет функции сервисного агента.