

АКРА

**Методология присвоения кредитных рейтингов
эмитентам, инструментам и обязательствам
проектного финансирования по национальной
шкале для Российской Федерации**

22 апреля 2021

Оглавление

1	Область применения методологии.....	4
2	Определения и сокращения, используемые в методологии	8
3	Источники информации, используемые при присвоении рейтинга	12
4	Обзор процесса присвоения кредитного рейтинга проектно-финансовой задолженности.....	14
4.1	Оценка участия публичного партнера в проектно-финансовой транзакции	17
4.2	Базовые факторы оценки строительной и операционной фаз проекта	18
4.3	Особенности отражения структуры обязательств в рейтинговом анализе.....	20
4.4	Соответствие числового значения и рейтингового индикатора базового фактора	21
4.5	Эталонные таблицы уровней вероятности дефолта и ожидаемых потерь, используемые АКРА	22
5	Развернутое описание элементов рейтингового анализа.....	22
5.1	Строительная фаза.....	22
5.1.1.	Эндогенные факторы, обуславливающие сложность объекта строительства, методов возведения, требования к подготовке строительной площадки и специализированному оборудованию.....	22
5.1.2.	Экзогенные факторы среды возведения объекта, объективные ограничения и препятствия среды строительства.....	24
5.1.2.1.	Риск несоответствия критериям готовности.....	24
5.1.2.2.	Ограничения на строительство	27
5.1.3.	Качество и возможности подрядчиков	28
5.1.4.	Маржа прибыли и запас бюджета проекта для покрытия непредвиденных расходов и последствий волатильности экономической среды.....	32
5.1.5.	Запас прочности генерального подрядчика и относительный размер проекта.....	35
5.1.6.	График строительства.....	37
5.1.7.	Использование резерва ликвидности для купирования краткосрочных отклонений от графика строительства.....	39
5.1.8.	Степень заменимости генерального подрядчика	40
5.1.9.	Залоговые компенсаторные инструменты замены генерального подрядчика	42
5.1.10.	Подготовка проекта и стратегия митигирования рисков	44
5.1.11.	Распределение строительных рисков между частным и государственным секторами и стратегическая важность проекта.....	47
5.2	Операционная фаза	49
5.2.1.	Долгосрочная коммерческая жизнеспособность	49
5.2.1.1.	Конкурентоспособность проекта.....	50
5.2.1.2.	Подверженность риску непредвиденных событий, включая юридические и законодательные риски.....	52
5.2.2.	Денежные потоки.....	55
5.2.2.1.	Прогнозируемость чистого денежного потока	55
5.2.2.2.	Риск рефинансирования	61
5.2.3.	Сложность объекта.....	65
5.2.3.1.	Сложность управления объектом и его обслуживания.....	65

5.2.3.2.	Инженерно-техническое обеспечение и ремонт объектов проектного финансирования, включая работы по контракту жизненного цикла.....	67
5.2.3.3.	Требования и стандарты производительности, режим вычетов и штрафов за несоответствие установленным стандартам	70
5.2.3.4.	Зеркальность проектного договора и договора с субподрядчиками, штрафы за сбой в предоставлении услуг, право ранней замены субподрядчика, право концедента на расторжение договора	72
5.2.4.	Контрактные, структурные и операционные аспекты	74
5.2.4.1.	Кредитный профиль субподрядчиков.....	74
5.2.4.2.	Качество договоров эксплуатационного обслуживания оборудования.....	77
5.2.4.3.	Достаточность бюджета и мониторинг рыночной стоимости услуг по управлению материальной частью и управлению нематериальной частью проекта....	79
5.2.4.4.	Качество плана инженерно-технического обеспечения и ремонта основных производственных объектов	82
5.2.4.5.	Резерв ликвидности	84
5.2.4.6.	Залоговое обеспечение и права инвесторов.....	87
5.2.5.	Характеристики участников проекта и их взаимодействие.....	90
5.2.5.1.	Промышленная логика и согласованность экономических интересов ключевых сторон сделки.....	90
5.2.5.2.	Опыт и вовлеченность спонсора.....	91
5.2.5.3.	Компетенция и кредитоспособность оператора	92
5.2.5.4.	Качество деловых отношений между сторонами проекта	93
5.2.5.5.	Уровни штрафных санкций и операционных показателей.....	96
5.2.6.	Основные финансовые показатели	97
5.2.6.1.	Анализ основных финансовых показателей в проектах без существенного использования внешней поддержки в части возмещения потерь и издержек	97
5.2.6.1.1.	Средний коэффициент покрытия обслуживания долга и Минимальный коэффициент покрытия обслуживания долга	98
5.2.6.1.2.	Коэффициент «доход от операционной деятельности / общий скорректированный долг»	100
5.2.6.1.3.	Анализ показателя безубыточности при достижении коэффициента покрытия обслуживания долга на уровне 1,0х.....	101
5.2.6.2.	Проекты с внешней поддержкой возмещения потерь и издержек (концессионные и государственно-частные партнерства).....	102
5.2.7.	Потери в случае наступления дефолта	103
5.2.7.1.	Проекты с внешней поддержкой в части возмещения потерь и издержек.....	105
5.2.7.2.	Строительная фаза: негативное влияние публичного партнера	106
5.2.7.3.	Операционная фаза: положительное влияние публичного партнера	106
5.2.8.	Влияние кредитного качества публичного партнера на максимально достижимый рейтинг	107
Приложение 1.	Эталонные таблицы	108

1 Область применения методологии

Данная методология АКРА используется для присвоения кредитных рейтингов как транзакциям проектного финансирования (далее — ПФ), которые полностью подвержены рыночным рискам спроса, объема и др., так и концессионным проектам, а также проектам, реализованным на принципах государственно-частных партнерств, в которых вышеуказанные риски в различной степени возложены на публичного партнера¹ (далее — ПП).

Методология применяется для присвоения кредитных рейтингов эмитентам, проектным компаниям и их долговым инструментам и предусматривает оценку кредитного риска проектно-финансовой транзакции, а также возможность оценки обязательств, обеспеченных денежным потоком проектно-финансовой транзакции, с учетом их старшинства вне зависимости от типа обязательств, включая, но не ограничиваясь, обеспеченный долг или структурные облигации, если риски указанных инструментов связаны с проектно-финансовой транзакцией и исполнение обязательств по ним не зависит от наступления или ненаступления событий, не связанных с проектно-финансовой транзакцией.

Настоящая методология предполагает, что Эмитентами в рамках транзакций проектного финансирования выступают специализированные общества² или аналогичные виды проектных компаний, основная цель которых ограничивается одним видом деятельности и финансируется исключительно (или в основном) за счет средств, генерируемых в рамках проекта.

Элементы настоящей методологии могут быть использованы в рейтинговом анализе других объектов, не относящихся к транзакциям проектного финансирования, с раскрытием целей и аспектов применения данной методологии в случаях, включающих, но не ограничивающихся анализом секьюритизированного портфеля проектов, наличием части характеристик проектно-финансовых транзакции у рейтингуемых компаний, наличием проектов или проектно-финансовой задолженности в активах рейтингуемого лица.

В рамках настоящей методологии возможно использование других методологий АКРА.

В настоящей методологии стандартная (но не единственно возможная) структура проекта включает в себя приведенные ниже общие аспекты, отражаемые в транзакционной документации, а также в применимых законодательно-правовых актах:

1. Ограничение цели создания Эмитента — Эмитент является юридическим лицом, созданным для участия в указанной проектной деятельности и для заключения соответствующих этой деятельности или связанных с ней договоров.

¹ В рамках настоящей методологии под публичным партнером АКРА понимает орган государственной власти, принимающий на себя часть рисков по проекту в условной и безусловной формах.

² Учрежденные в рамках Федерального закона от 21 декабря 2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

2. Ограничение цели проекта — целью проекта обычно является создание (строительство) объекта в рамках проекта и обслуживание (обеспечение операционной деятельности) данного объекта.
3. Наличие залогового обеспечения проекта, включающего залоговое обеспечение по всем ключевым контрактам, материальные активы проекта, счета, доходы и акции (или иные формы долей в уставном капитале) Эмитента.
4. Использование денежного потока, генерируемого в рамках проекта, как основного или единственного источника выплат в счет погашения финансовой задолженности Эмитента и уплаты процентов по ней.
5. Разделение конкурсной массы Эмитента с одной стороны и конкурсной массы учредителей Эмитента и иных третьих лиц — с другой.
6. Контроль денежного потока специально уполномоченной стороной сделки в соответствии с жесткими контрактными обязательствами.
7. Ограничения возможности отсрочки исполнения обязательств по проектной задолженности, уступки различного рода прав требования или владения, возникающих в рамках проекта, прекращения аренды или прочих обязательств участников транзакции или прекращения контрактов, оказывающих влияние на исполнение обязательств сторон в рамках проекта.
8. Контрактные предписания по использованию регулярных отчетов, которые готовятся техническими советниками кредиторов и подтверждают соблюдение договорных и финансовых обязательств.
9. Ограничения на изменение контроля/структуры владения Эмитентом.
10. Ограничение перечня контрактов, заключаемых в целях реализации проекта.
11. Ограниченный круг лиц, перед которыми у Эмитента имеется задолженность, ограничения (часто с использованием тестовых соотношений/триггеров) возможности привлечения дополнительного финансирования (включая финансовую помощь) или залогов без получения согласия от существующих инвесторов.
12. Ограничения на приобретение и продажу активов Эмитента.
13. Ограничения существующих или потенциальных направлений и видов инвестирования средств Эмитента.
14. Ограничения на возможность слияния и консолидации Эмитента с третьими сторонами.
15. Ограничения и соответствующие тесты, относящиеся к порядку распределения дивидендов и отчислений держателям субординированных траншей/иных видов задолженности.
16. Ограничение срока жизни проекта, срока погашения обязательств Эмитента.

17. Ограничение объема финансовых ресурсов, необходимых для достижения цели проекта.
18. Ограничение круга контрагентов, участвующих в транзакции для достижения цели проекта.
19. Ограничение функций, которые могут и должны выполнять контрагенты Эмитента / участники транзакции.
20. Ограничения прав участников транзакции.
21. Обособление объекта проекта от конкурсной массы участников проекта.
22. Невозможность соблюдения принципа непрерывности деятельности ("going concern"), характерного для компаний, не относящихся к проектно-финансовым, согласно которому Эмитент является живым финансовым организмом, способным менять свои цели, увеличивать уровень задолженности и т. д.³.
23. В рамках проекта возможно участие государства в качестве источника поддержки, например, как стороны, гарантирующей спрос и/или компенсацию за потери в результате реализации определенных рисков.
24. Погашение основного долга по рейтингуемым финансовым обязательствам Эмитента обычно не осуществляется в строительную фазу и осуществляется после завершения строительства объекта.
25. Бюджет проекта в течение строительной фазы планируется с учетом расходов на строительство, осуществление процентных платежей (в том числе по рейтингуемым финансовым обязательствам Эмитента), обслуживание Эмитента, поддержание резервных фондов, уплату страховых взносов и осуществление других платежей, планируемых до даты завершения строительства.

Отсутствие подобных ограничений может привести к увеличению риска для инвесторов Эмитента и рейтингуемой задолженности.⁴

Настоящая методология применяется на постоянной основе до утверждения новой редакции документа методологическим комитетом АКРА.

Пересмотр кредитных рейтингов, присвоенных по данной методологии, осуществляется в соответствии с требованиями Федерального закона от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений

³ По факту завершения транзакции (полного погашения задолженности) возможно повторное использование Эмитента, учрежденного как СОПФ (или подобное SPV), для новой проектно-финансовой транзакции.

⁴ Совокупность вышеперечисленных факторов (или большинства из них) отличает ПФТ от других транзакций. Например, в отличие от обязательств по транзакциям структурированного финансирования, как правило, обеспеченных гранулированным портфелем секьюритизированных активов, для ПФТ характерны (среди прочих) элементы строительства и эксплуатации объекта в рамках отдельного проекта и использование денежного потока, генерируемого в рамках эксплуатации объекта, как основного или единственного источника выплат в счет погашения финансовой задолженности Эмитента и уплаты процентов по ней.

законодательных актов Российской Федерации», а также согласно внутренним документам АКРА, но не позднее 365 дней с даты последнего рейтингового действия в отношении Эмитента и/или рейтингуемой задолженности.

В целях поддержания методологии в актуальном состоянии АКРА осуществляет ее пересмотр и изменение по следующим причинам:

- отступление от настоящей методологии более трех раз за квартал при выполнении рейтинговых действий;
- необходимость пересмотра настоящей методологии на основании результатов мониторинга практики применения методологий, проводимого сотрудниками методологической группы;
- выявление несоответствия настоящей методологии требованиям Федерального закона от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации»;
- поступление запроса со стороны Службы комплаенса и внутреннего контроля о необходимости немедленного пересмотра настоящей методологии.

Не позднее одного календарного года с даты последнего пересмотра данной методологии АКРА проводит ее пересмотр в соответствии со своими внутренними документами и регламентами. АКРА оставляет за собой право более частого пересмотра всех используемых предположений и оценок по мере развития рынка и появления новых исследований и аналитических материалов по данному направлению. В настоящую методологию по итогам пересмотра могут быть внесены корректировки, либо она может остаться без изменений.

В случае пересмотра отдельных рейтинговых факторов или существенного изменения текста методологии Агентство в течение шести месяцев проводит перспективный и ретроспективный анализ связанных с этим возможных изменений рейтинговой оценки. Если возникает необходимость проведения заседания рейтингового комитета и последующего изменения кредитного рейтинга, АКРА раскрывает на своем официальном сайте информацию о том, что кредитный рейтинг пересматривается по причине внесения изменений в методологию.

2 Определения и сокращения, используемые в методологии

Вероятность дефолта — вероятность неисполнения рассматриваемым лицом любого из взятых на себя обязательств (в данной методологии под вероятностью дефолта понимается вероятность дефолта рейтинговой категории, к которой относится рассматриваемое лицо).

Генеральный подрядчик (ГП) — юридическое лицо, ответственное за строительство объекта проектно-финансовой транзакции в целом, исполняющее свои функции в том числе путем привлечения третьих лиц для реализации отдельных работ на основе договоров субподряда.

Государственно-частное партнерство (ГЧП) — разновидность транзакций проектного финансирования с одновременным привлечением частных и государственных денежных средств, как правило, с целью строительства крупных объектов инфраструктуры.

ГЧП на основе эксплуатационной доступности — проектно-финансовая транзакция, в рамках которой заказчик или публичный партнер производит оплату по достижении объектом стадии операционной доступности (или иной степени завершенности, при которой объект начинает отвечать требованиям, предусмотренным проектным договором).

Задержка — срок, в течение которого не были исполнены контрактные обязательства по задолженности, не признанной безнадежной.

Задолженность — финансовые обязательства должника или проектной компании.

Инженерно-техническое обеспечение и ремонт объекта проектного финансирования (ИТОР) — комплекс мер, необходимых для штатного функционирования объекта проектного финансирования на операционной фазе реализации проекта и включающих в себя поддержание работоспособности и своевременное устранение технических неисправностей или поломок.

Контракт жизненного цикла (КЖЦ) — договор, который заключается между специализированным обществом проектного финансирования / Эмитентом и специализированными контрагентами; данный документ регламентирует обслуживание объекта проектного финансирования обычно на операционной стадии в целях поддержания его производительности.

Концессия — разновидность проектного договора, который обычно заключается в рамках государственно-частного партнерства между концессионером (частным партнером), концедентом (публичным партнером) и финансирующей стороной.

Корпоративные облигации и кредиты — финансовые обязательства крупных, согласно классификации АКРА, компаний.

Коэффициент покрытия долга (Debt service coverage ratio, DSCR, КПОД) — финансовый показатель, отражающий достаточность имеющихся у заемщика денежных средств для выполнения финансовых обязательств перед кредиторами за определенный период времени. В зависимости от особенностей применения может рассчитываться за разные временные периоды (квартал, год и т. д.). В рамках проектно-финансовой транзакции данный коэффициент используется для оценки финансовой устойчивости проекта, то есть возможности своевременного выполнения обязательств по проектно-финансовой задолженности как в сценарии, предусматривающем совпадение фактических доходов от реализации проекта с прогнозными показателями, так и в случае более низких фактических доходов по сравнению с прогнозом.

Кредитный резерв наличности — часть денежных средств, аккумулируемых на регулярной основе и предназначенных для специальных целей (например, для покрытия потерь по дефолтам).

Объект проектного финансирования (объект ПФ, объект) — объект инфраструктуры (например, автомагистраль, линия электропередачи, железная дорога, стадион и т. д.) или производства (например, завод), строительство и ввод в эксплуатацию которого осуществляется в рамках реализации проектно-финансовой транзакции.

Ожидаемые потери (ОП) — средний оценочный размер потерь, которые, согласно ожиданиям, понесет инвестор от инвестиций в рассматриваемый актив.

Оператор — юридическое лицо, действующее на основании юридического договора с проектной компанией, привлеченное в рамках проектно-финансовой транзакции для технического обслуживания объекта проектного финансирования в целях его ежедневной эксплуатации.

Операционная доступность — степень завершенности объекта проектного финансирования, при которой имеется возможность его использования по целевому назначению (производство продукции или предоставление услуг) с соблюдением заранее определенных уровней производительности, качества, а также прочих параметров (если применимо).

Операционная фаза — период с начала коммерческого использования объекта проектного финансирования до окончания действия проектного договора.

Полностью амортизируемый проект — проект с амортизируемой задолженностью, которая полностью выплачивается посредством регулярных периодических платежей без единовременного погашения задолженности в конце жизни транзакции либо посредством других нетипичных графиков амортизации задолженности.

Проект — см. **Проектно-финансовая транзакция**.

Проектный договор (ПД) — основной юридический документ, регулирующий все элементы процесса реализации проекта и заключаемый, как правило, между частным партнером, кредиторами и (если применимо) публичным партнером.

Проектное финансирование (ПФ) — форма привлечения долгосрочного (в основном негосударственного) финансирования для реализации крупных строительно-эксплуатационных проектов, обеспеченного будущими доходами от коммерческого использования объекта проектного финансирования.

Проектно-финансовая задолженность (ПФЗ) — финансовые обязательства проектно-финансовой компании перед кредиторами/инвесторами в рамках реализации проекта, возникающие в результате предоставления проектно-финансовой компании займов в какой-либо форме на реализацию проекта (то есть на постройку и ввод в эксплуатацию объекта проектного финансирования). Как правило, подлежит погашению за счет доходов, получаемых от коммерческого использования объекта проектного финансирования на операционной стадии.

Проектно-финансовая компания (ПФК) — специализированное общество проектного финансирования или другая подобная форма Эмитента/заемщика в рамках реализации проектно-финансовой транзакции, привлекающие финансирование для реализации проекта (т. е. на постройку и эксплуатацию объекта проектного финансирования).

Проектно-финансовая транзакция (ПФТ) — транзакция, в рамках которой осуществляется строительство и ввод в эксплуатацию объекта проектного финансирования или за счет финансирования государственными структурами. Пример структуры проектно-финансовой транзакции указан на Рисунке 1.

Публичный партнер (ПП) — в соответствии с Федеральным законом от 13 июля 2015 года № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», Российская Федерация, от имени которой может выступать Правительство Российской Федерации или уполномоченный им федеральный орган исполнительной власти, либо субъект Российской Федерации, от имени которого выступает высший исполнительный орган государственной власти субъекта Российской Федерации или уполномоченный им орган исполнительной власти субъекта Российской Федерации, либо муниципальное образование, от имени которого выступает глава муниципального образования или иной уполномоченный орган местного самоуправления в соответствии с уставом муниципального образования.

СВЖ — показатель средневзвешенной жизни пула активов.

Специализированное общество проектного финансирования (СОПФ) — в соответствии с Федеральным законом от 21 декабря 2013 года № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», специализированное общество проектного финансирования, целями и предметом деятельности которого являются финансирование долгосрочного (на срок не менее трех лет) инвестиционного проекта путем приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, с оказанием услуг, производством товаров

и/или выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, а также путем приобретения иного имущества, необходимого для осуществления или связанного с осуществлением такого проекта, и осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества.

Стандарты операционной доступности — совокупность предусмотренных проектной документацией критериев, которым должен соответствовать объект ПФ, а также требований к нему на момент завершения строительной фазы, определяющих степень его соответствия понятию операционной доступности (см. **Операционная доступность**).

Строительная фаза проекта — период с момента подписания основной части проектной документации до момента сдачи объекта в эксплуатацию и/или завершения фазы строительства, по итогам которой объект начинает соответствовать критериям завершенности, указанным в проектном договоре.

Субподрядчик (подрядчик, СП) — организация, оказывающая услуги по строительству и/или обслуживанию объекта проектного финансирования и соответствующей строительной или эксплуатационной инфраструктуры.

Технический консультант — независимый контрагент в рамках проектно-финансовой транзакции, оказывающий консультационные услуги в отношении широкого спектра технических, технологических, производственно-экономических и иных аспектов реализации проекта; заказчиком таких услуг, как правило, выступают проектно-финансовые компании, кредиторы или спонсоры проекта.

Триггер кредитного качества — показатель/индикатор, свидетельствующий об ухудшении финансового состояния заемщика или кредитного качества активов. Обычно такие показатели определяются в транзакционной документации по сделке. В ней же определяются изменения структуры сделки или приоритетов, которые могут произойти при ухудшении соответствующих (пороговых) показателей.

УНЧ — управление нематериальной частью.

УМЧ — управление материальной частью.

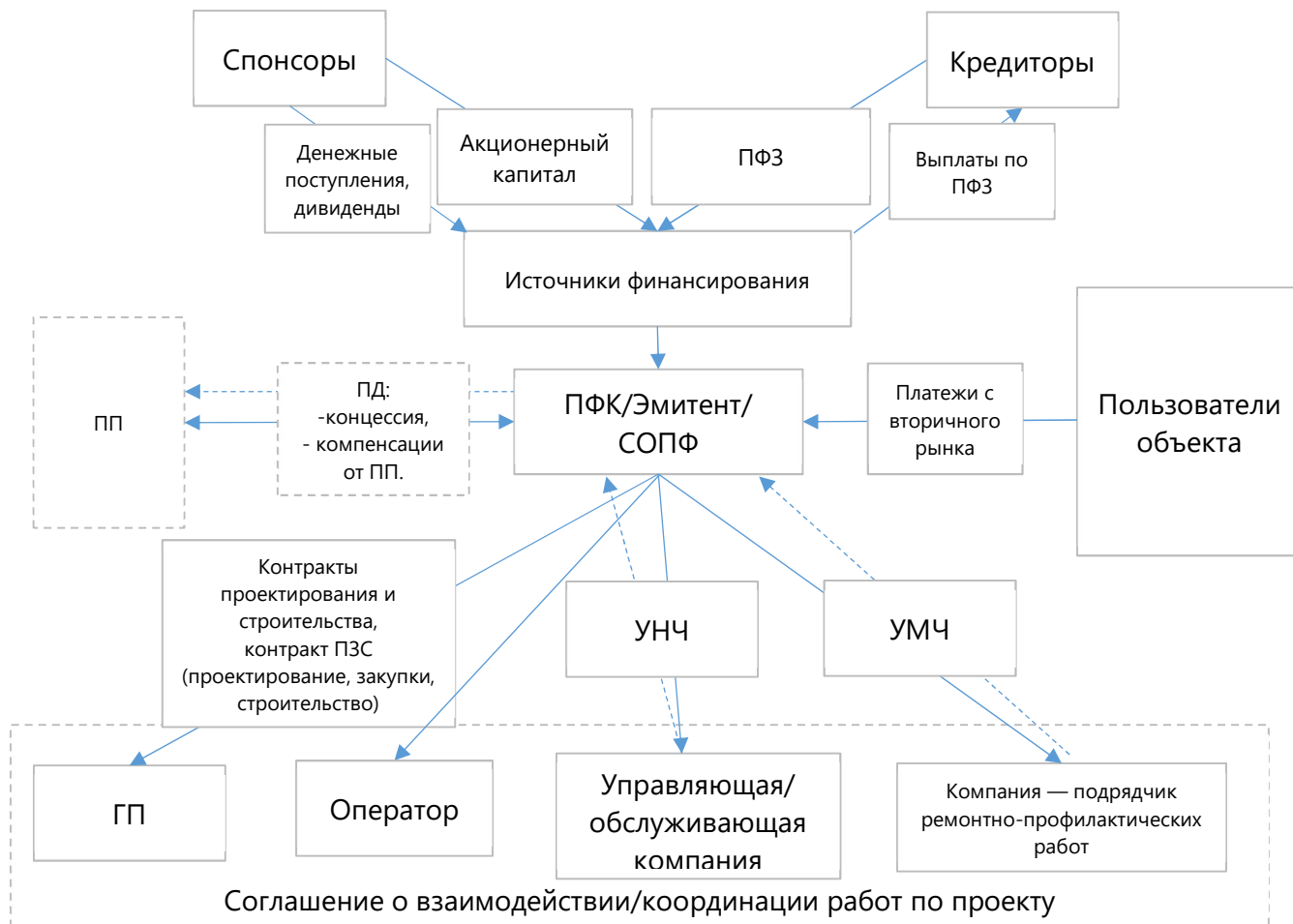
Частный партнер (ЧП) — юридическое лицо (не публичный партнер), выступающее стороной по договору государственно-частного партнерства.

Эксплуатационная доступность — см. **Операционная доступность**.

Эмитент — юридическое лицо, которое от своего имени и в рамках своей деятельности выпускает в обращение ценные бумаги или иные платежные средства и/или выступает заемщиком по проектно-финансовой задолженности.

Эталонные таблицы — таблицы АКРА, содержащие эталонные уровни вероятности дефолта и ожидаемых потерь (используются Агентством как вводные допущения в рейтинговых моделях и в других аспектах анализа рейтингов инструментов структурированного и проектного финансирования).

Рисунок 1. Пример структуры проектно-финансовой транзакции



3 Источники информации, используемые при присвоении рейтинга

Основным источником информации при проведении рейтингового анализа является информация, предоставляемая рейтингуемыми лицами и/или организатором проектно-финансовой транзакции. Данная информация может включать такие элементы, как:

1. Транзакционная и проектная документация:

- проектные соглашения и соглашения о концессии;
- кредитная документация, относящаяся к проектно-финансовой задолженности;
- графики погашения долговых обязательств в рамках проектно-финансовой транзакции;

- проектная документация по объекту проектного финансирования как на стадии строительства, так и на операционной стадии (контракты проектирования, закупки, строительства, контракты жизненного цикла и т. д.);
- спецификации и техническая документация, описывающая этапы строительства и ввода в эксплуатацию объекта проектного финансирования;
- заключения технических и прочих консультантов;
- учредительная документация специализированного общества проектного финансирования и/или проектных компаний;
- прочая контрактная документация (договоры банковских счетов, оказания услуг третьими лицами, предоставления гарантий и т. д.).

2. Информация о контрагентах и третьих лицах, участвующих в сделке:

- соответствующая требованиям АКРА полная информация обо всех контрагентах по сделке, включая данные об Эмитенте, публичном партнере, генеральном подрядчике, управляющей компании, спонсорах и т. д.;
- данные о ранее проведенных транзакциях с участием контрагентов по рейтингуемой проектно-финансовой транзакции;
- периодическая ежегодная финансовая отчетность участников проектно-финансовой транзакции;
- информация о третьих лицах, предоставляющих поддержку ключевым контрагентам в рамках транзакции (гарантии, механизмы поддержания денежного потока на постоянном уровне, поручительства, страхование, деривативные сделки и т. д.);
- внутренняя документация Эмитента, включая план развития (если применимо);
- финансовые и операционные модели Эмитента, спонсоров, генерального подрядчика;
- публикации Эмитента, генерального подрядчика и прочих контрагентов в рамках проектно-финансовой транзакции (пресс-релизы, презентации для инвесторов и т. д.);
- информация, полученная в результате проведения рейтинговой встречи в письменном и устном виде;
- периодические (например, ежеквартальные) отчеты Эмитента и других контрагентов в рамках проектно-финансовой транзакции, предоставляемые для мониторинга сделки после осуществления эмиссии.

3. Другие данные, включая информацию из открытых источников:

- другие формы обязательной отчетности, в том числе составленные в соответствии с нормативными актами Банка России;
- информационно-аналитические материалы управлений (министерств) социально-экономического развития регионов, финансов, а также иных профильных подразделений;
- информация из других открытых источников (в том числе СМИ).

4. Внутренняя информация Агентства:

- кредитные оценки (при отсутствии присвоенных рейтингов) по национальной и международной рейтинговых шкалах АКРА;
- прогнозы внутренних подразделений АКРА;
- данные ранее проведенного Агентством рейтингового анализа;
- агрегированные финансовые и операционные показатели других рейтингуемых лиц/инструментов с учетом аналитических корректировок.

4 Обзор процесса присвоения кредитного рейтинга проектно-финансовой задолженности

Кредитные рейтинги проектно-финансовой задолженности, присваиваемые АКРА в рамках транзакций с привлечением проектного финансирования, основаны на фундаментальном анализе проектно-финансовых транзакций. Выходным показателем анализа может быть как вероятность дефолта, так и размер ожидаемых потерь, которые могут понести кредиторы/инвесторы в случае возникновения дефолта по рейтингуемой задолженности до наступления юридически закрепленного срока ее погашения.

При анализе проектно-финансовой транзакции АКРА оценивает величину ожидаемых потерь применительно к конкретной проектно-финансовой задолженности по результатам всестороннего анализа проекта, в рамках реализации которого возникла рейтингуемая задолженность.

АКРА также может присваивать кредитные рейтинги только на основании относительной вероятности дефолта (не ожидаемых потерь). Кредитный рейтинг, характеризующий вероятность дефолта, отражает мнение АКРА о вероятности дефолта Эмитента по определенным финансовым обязательствам, в результате которого инвесторы понесут какие-либо потери. Данные кредитные рейтинги несопоставимы с кредитными рейтингами, характеризующими уровень ожидаемых потерь, так как они не учитывают размер кредитных потерь, которые могут понести инвесторы. В целях полного раскрытия информации пресс-релизы и отчеты о присвоении кредитных рейтингов, характеризующих вероятность дефолта, содержат необходимые объяснения их отличия от кредитных рейтингов, характеризующих уровень ожидаемых потерь.

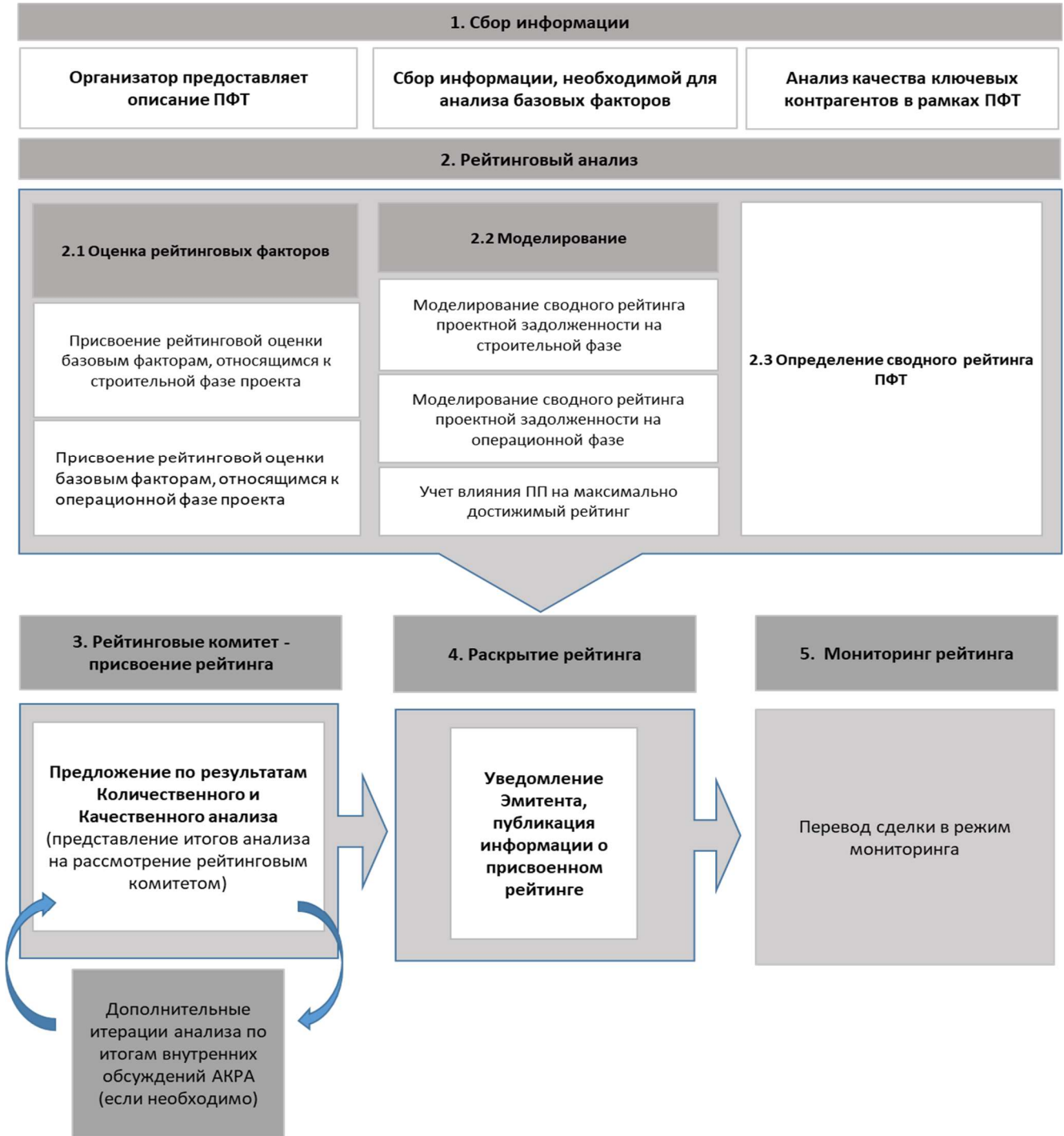
При осуществлении рейтинговых действий в отношении проектно-финансовых транзакций АКРА использует определение дефолта, приведенное в Основных понятиях, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности.

Процесс присвоения кредитных рейтингов проектно-финансовым транзакциям включает в себя следующие основные этапы:

1. Сбор и анализ широкого спектра информации о проектно-финансовой транзакции, включающей в себя описание структуры транзакции, транзакционную, проектную и прочую релевантную, по мнению АКРА, документацию, информацию о контрагентах и третьих лицах, вовлеченных в анализируемую проектно-финансовую транзакцию, их кредитном качестве и кредитных рейтингах (кредитных оценках АКРА), заключения независимых технических консультантов и т. д.
2. Количественный и качественный анализ совокупности базовых рейтинговых факторов, определяющих, по мнению АКРА, кредитное качество рейтингуемой задолженности, как на фазе строительства объекта, так и на фазе его эксплуатации. Определение уровня ожидаемых потерь и вероятности дефолта ПФЗ в рамках проекта с учетом предусмотренных структурой механизмов компенсации потерь, определение уровня соответствующего кредитного рейтинга.
3. Решение о присвоении кредитного рейтинга проектно-финансовой задолженности, которое принимается рейтинговым комитетом АКРА на основании результатов проведенного рейтингового анализа, с последующим публичным раскрытием уровня присвоенного кредитного рейтинга.

В целях классификации уровней кредитного рейтинга проектно-финансовых транзакций и их сопоставления с обязательствами РФ и другими эмитентами и их финансовыми обязательствами в РФ АКРА использует национальную рейтинговую шкалу для Российской Федерации, представляющую собой определенную систему буквенно-символьных обозначений и включающую в себя 19 ступеней (диапазон оценок от AAA(RU) до C(RU) включительно) в соответствии с [Основными понятиями, используемыми Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности](#).

Рисунок 2. Структура процесса присвоения кредитного рейтинга проектно-финансовой задолженности



4.1 Оценка участия публичного партнера в проектно-финансовой транзакции

Влияние публичного партнера на кредитный рейтинг оценивается в разрезе указанных ниже компонентов.

- 1) Базовый индикатор объема и вида рисков, принимаемых на себя публичным партнером исключительно на стадии строительства. Определяется в ходе анализа распределения строительных рисков между частным и государственным секторами.
- 2) Влияние публичного партнера на уровни возмещения. Данный подход позволяет работать с проектами, в которых публичный партнер обязуется возместить только долю потерь в каждом из базовых факторов, а также с проектами, в которых ПП покрывает все потери по отдельным базовым факторам, отраженным в соответствующей транзакционной/проектной документации.
- 3) Использование кредитного рейтинга (кредитной оценки в случае отсутствия кредитного рейтинга, присвоенного АКРА) публичного партнера как прокси-донора рейтинга для моделирования оцениваемого фактора, если ассоциированные с данным фактором риски полностью или частично возложены на публичного партнера.
- 4) Использование кредитного рейтинга/кредитной оценки публичного партнера в качестве индикатора максимально достижимого рейтинга (рейтингового потолка), который будет применим, по мнению АКРА, в подавляющем большинстве транзакций проектного финансирования.

Несмотря на наличие публичного партнера и возможности полного или частичного переноса рисков проектно-финансовой транзакции на публичного партнера ввиду возможного распределения ответственности между публичным и частными партнерами в проектно-финансовой транзакции, АКРА проводит комплексный анализ всех элементов транзакции на основании транзакционной документации, а также внутренней и внешней информации, доступной для проведения анализа. Итоговый кредитный рейтинг определяется в соответствии с совокупной системой оценки факторов Методологии.

4.2 Базовые факторы оценки строительной и операционной фаз проекта

АКРА использует отдельные базовые факторы для оценки кредитного качества проекта на строительной и операционной фазах.

Для многих базовых факторов выделены субфакторы и соответствующие им диапазоны оценок. Сочетания субфакторов и оценок, применимых к различным проектам, могут отличаться для наиболее полного отображения в рейтинговом анализе индивидуальных характеристик каждого проекта.

Настоящая методология используется в целях рейтингового анализа широкого спектра активов. В частности, методология предусматривает возможность анализа активов на различных этапах строительства, в том числе отличных от этапов, предусмотренных стандартными проектами, а также возможность анализа объекта в операционной фазе, если объект проектного финансирования введен в эксплуатацию. АКРА оценивает каждый из субфакторов отдельно, используя приведенную ниже систему оценок. Общее количество субфакторов, используемых для совокупной оценки, определяется в зависимости от специфики проекта.

Для проектов, находящихся в строительной фазе на момент присвоения кредитного рейтинга, осуществляется раздельное моделирование фаз проекта на строительной стадии и операционной стадии, при этом итоговая оценка принимается равной минимальной из оценок строительной и операционной фаз. Оценка сложных многоэтапных проектов, включающих одновременно строительную и эксплуатационную фазы, производится с учетом индивидуального профиля каждого подобного проекта.

В своей оценке АКРА учитывает не только параметры, релевантные для каждого оцениваемого фактора (например, объем прибыли и расчетные уровни непредвиденных расходов), но и качество и полноту информации, доступной для проведения данной оценки.

АКРА использует приведенные в таблице ниже базовые факторы и диапазоны весов для присвоения рейтинга проектам на стадии строительства:

Таблица 1. Базовые факторы оценки строительной фазы проекта

	Название базовых факторов	Диапазон веса фактора
1	Эндогенные элементы, обуславливающие сложность объекта строительства, методов возведения, требования к подготовке строительной площадки и специализированному оборудованию	
	Риск подготовки строительной площадки и закладки фундамента	8–12%
2	Экзогенные элементы среды возведения, объективные ограничения и препятствия	

а)	Риск несоответствия критериям готовности	3–5%
б)	Ограничения на строительство	3–5%
3	Качество и возможности подрядчиков	16–18%
4	Маржа прибыли, запас бюджета проекта для покрытия непредвиденных расходов и последствий волатильности экономической среды	8–10%
5	Запас прочности генерального подрядчика и относительный размер проекта	8–10%
6	График строительства	9–11%
7	Резервы ликвидности и купирования краткосрочных отклонений от графика строительства	10–15%
8	Качество залога и залоговые компенсаторные инструменты	6–12%
9	Степень заменимости генерального подрядчика и/или достаточность целевых резервов для замены и компенсации потерь ввиду замены	6–12%
10	Степень готовности проекта и стратегия по снижению рисков	4–6%
11	Распределение строительных рисков между частным и государственным секторами	6–8%

Источник: АКРА

АКРА использует приведенные в таблице ниже базовые факторы и диапазоны оценки для присвоения рейтинга проектам на стадии эксплуатации.

Таблица 2. Базовые факторы оценки операционной фазы проекта

1	Долгосрочная коммерческая жизнеспособность проекта	14–16%
а)	Конкурентная позиция	8–12%
б)	Подверженность риску событий	4–6%
2	Денежные потоки	22–26%
а)	Прогнозируемость денежного потока	18–22%
б)	Риск рефинансирования	4–6%
3	Сложность проекта	8–12%
в)	Сложность управления процессами, связанными с обслуживанием объекта	2–3%
г)	Сложность инженерно-технического обеспечения и ремонта основных производственных объектов	2–3%
д)	Требования/стандарты производительности, режим вычетов и штрафов за несоответствие стандартам	2–3%
е)	Зеркальность проектного договора и договора с субподрядчиками, штрафы за сбой обслуживания, право ранней замены субподрядчика, право концедента на расторжение проектного договора	2–3%
4	Контрактные, структурные и операционные аспекты	8–12%
а)	Кредитный профиль субподрядчика	1–3%
б)	Качество договоров на эксплуатационное обслуживание оборудования	1–3%
в)	Достаточность бюджета и мониторинг стоимости услуг по управлению материальной частью проекта (УМЧ) и по управлению нематериальной частью (УНЧ) проекта	1–3%
г)	Степень детализации и качество проработки плана инженерно-технического обеспечения и ремонта объекта проектного финансирования	1–3%
д)	Резервы	1–3%
е)	Залоговое обеспечение и права инвесторов	1–3%
5	Характеристики участников проекта и их взаимодействия	8–12%
а)	Промышленная логика и согласованность экономических интересов сторон сделки	1–3%
б)	Опыт и вовлеченность спонсора	1–3%

в)	Компетенция и кредитоспособность оператора		1–3%
г)	Качество отношений между сторонами		1–3%
д)	Размер штрафных санкций и уровень операционных показателей		1–3%
6	Основные финансовые показатели		26–32%
6.A	Анализ основных финансовых показателей в проектах без существенного использования внешней поддержки возмещения потерь и издержек		
1	Среднегодовой коэффициент покрытия долга (AADSCR)		8–10%
2a)	<i>Амортизируемая задолженность</i>	Минимальный годовой коэффициент покрытия долга (min DSCR)	8-10%
или			или
2б)	<i>Неамортизируемая задолженность</i>	Средства от операций / общий скорректированный долг	8-10%
3	Анализ безубыточности достижения коэффициента покрытия долга на уровне 1.0		10–12%
6.Б	Анализ основных финансовых показателей в проектах без существенного использования внешней поддержки возмещения потерь и издержек		
	Итоговая оценка		100%
7.	Потери при дефолте		Отдельная вводная в модель
8.	Влияние кредитного качества публичного партнера на максимально достижимый рейтинг		Корректировка итоговой оценки

Источник: АКРА

Каждый из описанных факторов включает в себя один или несколько субфакторов, которые учитываются при оценке. Как правило, указанные субфакторы вносят одинаковый вклад в оценку рейтинга в рамках диапазона оценок описанных факторов, однако в зависимости от условий транзакции АКРА оставляет за собой право изменения уровня влияния субфакторов в пределах диапазона весов описанных факторов, а также не учитывать определенные факторы при анализе проектно-финансовой транзакции, принимая во внимание ее специфику. При определении весов (в том числе исключении отдельных факторов) осуществляется нормирование весов таким образом, чтобы сумма весов была равна 100%.

Оценки субфакторов, полученные на этапе моделирования денежного потока, агрегируются в факторы на основе взвешивания в рамках каждого из факторов, затем факторы путем взвешивания приводятся к финальному скоринговому баллу, в соответствии с которым для проекта определяется рейтинговая оценка. Итоговый рейтинг проектно-финансовой задолженности присваивается на основе рейтинговой оценки проекта, оценок уровней возмещения в случае дефолта, а также структуры обязательств.

4.3 Особенности отражения структуры обязательств в рейтинговом анализе

В случае если эмитентом облигаций в рамках проектно-финансовой транзакции выступает компания специального назначения, а также применяется механизм транширования, Агентством проводится анализ распределения денежных потоков между траншами и структуры каждой отдельной транзакции. Очередность платежей, описанных в транзакционной документации, также отражается в рейтинговом анализе.

Купонные выплаты (включая дополнительные риски, которые могут быть обусловлены переменным характером купона) и погашение номинала облигации, как и структура сделки, анализируются на весь срок действия транзакции. При оценке уровня возмещений учитываются в том числе денежные средства, поступающие после наступления события дефолта облигации.

Рейтинговая оценка проекта является ключевым вводным параметром при моделировании денежных потоков в процессе присвоения рейтинга отдельным траншам. В ходе моделирования учитывается очередность платежей и применяются различные стресс-сценарии, а также проводится анализ чувствительности результатов к изменению параметров транзакции.

4.4 Соответствие числового значения и рейтингового индикатора базового фактора

Для определения рейтингового индикатора каждого базового фактора проекта АКРА производит конвертацию каждого числового значения оценки в буквенное значение рейтингового индикатора базового элемента, основываясь на приведенной ниже шкале.

Таблица 3. Соответствие числового значения и рейтингового индикатора базового фактора

Минимальная граница диапазона оценки (включительно)	Максимальная граница диапазона оценки	Уровень рейтинговой оценки	Числовой эквивалент рейтинговой оценки
0	110	aaa	1
110	120	aa+	2
120	130	aa	3
130	140	aa-	4
140	150	a+	5
150	160	a	6
160	170	a-	7
170	180	bbb+	8
180	190	bbb	9
190	200	bbb-	10
200	210	bb+	11
210	220	bb	12
220	230	bb-	13
230	240	b+	14
240	250	b	15
250	260	b-	16
260	270	ccc	17
270	280	cc	18
280	290	c	19

Источник: АКРА

4.5 Эталонные таблицы уровней вероятности дефолта и ожидаемых потерь, используемые АКРА

В рейтинговом анализе АКРА использует эталонные таблицы уровней вероятности дефолта и ожидаемых потерь, в том числе для следующих целей:

- вводное допущение в отношении вероятности дефолта отдельных участников проектно-финансовых транзакций;
- вводное допущение в отношении вероятности дефолта и уровня ожидаемых потерь по проектно-финансовой транзакции при моделировании денежного потока по всей проектно-финансовой задолженности;
- присвоение итоговой рейтинговой оценки отдельной проектно-финансовой задолженности на основе оценки уровня ожидаемых потерь/вероятности дефолта и ожидаемого срока транзакции.

Эталонные таблицы уровней вероятности дефолта и ожидаемых потерь по международной шкале АКРА приведены в Приложении 1.

Эталонные таблицы уровней вероятности дефолта и ожидаемых потерь по национальной шкале АКРА для Российской Федерации рассчитываются на основании Порядка расчета эталонных таблиц уровней вероятности дефолта и ожидаемых потерь для кредитных рейтингов по национальной шкале, описанного в [Методологии сопоставления кредитных рейтингов, присвоенных по международной шкале АКРА, с кредитными рейтингами, присвоенными по национальной шкале АКРА для Российской Федерации](#).

5 Развернутое описание элементов рейтингового анализа

5.1 Строительная фаза

5.1.1. Эндогенные факторы, обуславливающие сложность объекта строительства, методов возведения, требования к подготовке строительной площадки и специализированному оборудованию

Требования к подготовке строительной площадки и фундамента строения

В рамках анализа данного субфактора АКРА оценивает сложность работ по подготовке строительной площадки и фундамента, необходимых для возведения основного объекта, с учетом различных характеристик строительной площадки. В контексте данного субфактора рассматриваются характеристики, в том числе включающие:

- Геологические условия: уровень сложности процесса подготовки строительной площадки и качество информации, доступной для оценки риска, связанного с этим процессом; сложность и неопределенность геологических условий строительной площадки увеличивают риски срочности и расходов проекта.

- Размер участка строительства: более обширная площадь участка строительства, по мнению АКРА, является более сложной для понимания его геологического риска.
- Подготовка строительной площадки: необходимость проведения различных работ в рамках подготовки участка до начала строительства; подобные работы могут включать в себя перемещение хозяйственных объектов, удаление и обработку загрязненных почв, взрывные и земляные работы, туннелирование, гидроизоляцию, буксировку и иные виды работ; сложность и неопределенность условий подготовки строительной площадки увеличивают риски срочности и расходов проекта
- Риски фундамента: глубина фундамента, сложность свайных компонентов и иные факторы; сложность и масштаб работ увеличивают срок и сложность проекта.

Таблица 4. Оценка риска подготовки строительной площадки и фундамента объекта

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Геология</u> Простая и понятная.</p> <p><u>Площадь участка</u> Ограниченная (меньше по сравнению со средними площадями сопоставимых проектов).</p> <p><u>Объем и сложность подготовки строительной площадки</u> Ограниченные.</p> <p><u>Сложность фундамента</u> Ограниченная потребность в сложном фундаменте.</p> <p><u>Сложность технологий</u> Все работы проводятся в пределах известных и в целом простых технологий.</p>
aa	<p><u>Геология</u> Умеренно сложная и понятная.</p> <p><u>Площадь участка</u> Стандартная (соответствует средним площадям сопоставимых проектов).</p> <p><u>Объем и сложность подготовки строительной площадки</u> Ограниченные; для подготовки строительной площадки не требуется проведения длительных взрывных работ, туннелирования.</p> <p><u>Сложность фундамента</u> Подготовка фундамента не предполагает проведения обширных работ, и/или глубокий фундамент не требуется.</p> <p><u>Сложность технологий</u> Все процессы не выходят за рамки стандартных технологий.</p>
a	<p><u>Геология</u> Понятная и усложненная.</p> <p><u>Площадь участка</u> Довольно обширная (умеренно превышает средние площади для сопоставимых проектов).</p> <p><u>Объем и сложность подготовки строительной площадки</u> С учетом специфики проекта требуется комплексная и/или длительная подготовка строительной площадки: проведение взрывных работ в ограниченном объеме, сооружение туннеля открытым способом или предварительная подготовка почвы.</p> <p><u>Сложность фундамента</u> Ряд элементов фундамента может оказаться усложненным, но не выходить за рамки стандартных методов строительства.</p> <p><u>Сложность технологий</u> Все процессы не выходят за рамки стандартных технологий.</p>

bbb	<p><u>Геология</u> Умеренно сложная.</p> <p><u>Площадь участка</u> Обширная (на 25–50% превышает средние площади для сопоставимых проектов).</p> <p><u>Объем и сложность подготовки строительной площадки</u> Продолжительность подготовки строительной площадки на 25–50% превышает средние сроки подготовки для сопоставимых проектов; в рамках подготовки площадки может потребоваться проведение взрывных работ в умеренном объеме.</p> <p><u>Сложность фундамента</u> Усложненный и/или обширный фундамент (на 25–50% превышающий по площади средние показатели сопоставимых проектов).</p> <p><u>Сложность технологий</u> При реализации ряда работ используются нестандартные или сложные методы.</p>
bb	<p><u>Геология</u> Сложная.</p> <p><u>Площадь участка</u> Обширная (на 50–75% превышает средние площади для сопоставимых проектов).</p> <p><u>Объем и сложность подготовки строительной площадки</u> Продолжительность подготовки строительной площадки на 50–75% превышает средние сроки подготовки для сопоставимых проектов; в рамках подготовки площадки может потребоваться проведение масштабных взрывных работ.</p> <p><u>Сложность фундамента</u> Сложный и/или обширный фундамент.</p> <p><u>Сложность технологий</u> В работе используются нестандартные или сложные методы.</p>
b	<p><u>Геология</u> Специфическая/очень сложная.</p> <p><u>Площадь участка</u> Очень обширная (более чем на 75% превышает средние площади для сопоставимых проектов).</p> <p><u>Объем и сложность подготовки строительной площадки</u> Проект является уникальным, либо существует мало прецедентов, для которых было бы характерно аналогичное сочетание размера строительной площадки, рисков ее подготовки и рисков, связанных с фундаментом.</p> <p><u>Сложность фундамента</u> Проект является уникальным, либо существует мало прецедентов, для которых было бы характерно аналогичное сочетание размера строительной площадки, рисков ее подготовки и рисков, связанных с фундаментом.</p> <p><u>Сложность технологий</u> В работе используются уникальные методы или оборудование (туннельные расточные машины, горнопроходческие машины, штрекобурильное оборудование и т. д.).</p>
ccc-c	<p>Прецеденты, которым присущи характеристики хуже, чем в предыдущей категории, а также иные существенные проблемы.</p>

Источник: АКРА

5.1.2. Экзогенные факторы среды возведения объекта, объективные ограничения и препятствия среды строительства

5.1.2.1. Риск несоответствия критериям готовности

В рамках анализа данного субфактора АКРА оценивает диапазон и сложность электрических и механических систем, ИТ-обеспечения и видов оборудования, необходимых для реализации проекта. В рамках проектов с участием публичного партнера (государственного заказчика) АКРА также оценивает минимальные требования и стандарты операционной доступности объекта, указанные в проектном

соглашении, которые необходимо выполнить на завершающих стадиях строительной фазы. Примерами таких стандартов являются следующие параметры: качество воздуха и объемы его циркуляции, температура, интенсивность света, шумоизоляция, степень безопасности и надежности объекта, стандарты геометрии дороги (наклон, покрытие и т.п.) и т.д. АКРА также оценивает продолжительность периода ввода объекта в эксплуатацию, который необходим для обеспечения работы оборудования с ожидаемой степенью надежности (как правило, чем более продолжительным является данный период, тем более сложным считается проект).

Таблица 5. Риск несоответствия критериям готовности

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Системы мониторинга и оценки</u> Простые.</p> <p><u>Сложность ИТ-обеспечения</u> Проверенные технологии.</p> <p><u>Сложность установки и запуска необходимого оборудования</u> Стандартные и/или проверенные технологии.</p> <p><u>Доля бюджета на ИТ, установку и запуск оборудования</u> Относительно небольшая доля от бюджета проекта строительства (как правило, 10–20%).</p> <p><u>Затраты на техническую поддержку систем</u> Низкие.</p> <p><u>Сложность достижения стадии готовности объекта</u> Ограниченный набор требований по завершению основных строительных работ; достижимые стандарты готовности объекта.</p> <p><u>Период ввода объекта в эксплуатацию</u> Короткий (менее 3–4 месяцев).</p>
aa	<p><u>Системы мониторинга и оценки</u> Стандартные для данного типа объектов (возможно, с определенной степенью сложности).</p> <p><u>Сложность ИТ-обеспечения</u> Стандартная для данного типа объектов (возможно, с определенной степенью сложности).</p> <p><u>Сложность установки и запуска необходимого оборудования</u> Общепринятые/стандартные технологии для данного типа объектов (возможно, с определенной степенью сложности).</p> <p><u>Доля бюджета на ИТ, установку и запуск оборудования</u> Значительный процент от бюджета проекта строительства (20–35%).</p> <p><u>Затраты на техническую поддержку систем</u> Низкие.</p> <p><u>Сложность достижения стадии готовности</u> Стандарты готовности объекта и завершения основных строительных работ могут отчасти быть достаточно жесткими.</p> <p><u>Период ввода объекта в эксплуатацию</u> Умеренный (4–6 месяцев).</p>
a	<p><u>Системы мониторинга и оценки</u> Достаточно обширны и сложны; некоторые параметры не могут быть должным образом проверены.</p> <p><u>Сложность ИТ-обеспечения</u> Относительно высокая; некоторые параметры не могут быть должным образом проверены.</p> <p><u>Сложность установки и запуска необходимого оборудования</u> Высокая.</p> <p><u>Доля бюджета на ИТ, установку и запуск оборудования</u> Значительный процент от бюджета проекта строительства (35–55%).</p> <p><u>Затраты на поддержку систем</u></p>

	<p>Значительные.</p> <p><u>Сложность достижения стадии готовности</u> Некоторые стандарты готовности объекта и завершения основных строительных работ превосходят среднеотраслевые.</p> <p><u>Период ввода объекта в эксплуатацию</u> Относительно длительный (6–9 месяцев).</p>
bbb	<p><u>Системы мониторинга и оценки</u> Обширны и сложны.</p> <p><u>Сложность ИТ-обеспечения</u> Высокая (некоторые элементы, не являющиеся критически важными, не были испытаны или использованы в прошлом (т. е. изготовлены на заказ)).</p> <p><u>Сложность установки и запуска необходимого оборудования</u> Высокая.</p> <p><u>Доля бюджета на ИТ, установку и запуск оборудования</u> Значительная часть бюджета проекта строительства (55–75%).</p> <p><u>Затраты на поддержку систем</u> Высокие.</p> <p><u>Сложность достижения стадии готовности</u> Высокие стандарты готовности объекта и завершения основных строительных работ; некоторые стандарты превышают среднеотраслевые.</p> <p><u>Период ввода в эксплуатацию</u> Длительный (9–12 месяцев).</p>
bb	<p><u>Системы мониторинга и оценки</u> Обширны и сложны.</p> <p><u>Сложность ИТ-обеспечения</u> Высокая (некоторые элементы, не являющиеся критически важными, не были испытаны или использованы в прошлом (т. е. изготовлены на заказ)).</p> <p><u>Сложность установки и запуска необходимого оборудования</u> Высокая.</p> <p><u>Доля бюджета на ИТ, установку и запуск оборудования</u> Большая часть бюджета проекта строительства (более 75%).</p> <p><u>Затраты на поддержку систем</u> Высокие.</p> <p><u>Сложность достижения стадии готовности</u> Очень высокие стандарты готовности объекта и завершения основных строительных работ; некоторые стандарты превышают среднеотраслевые и/или уникальны.</p> <p><u>Период ввода в эксплуатацию</u> Длительный (12–18 месяцев).</p>
b	<p><u>Системы мониторинга и оценки</u> Обширны и уникальны.</p> <p><u>Сложность ИТ-обеспечения</u> Очень высокая (многие технические системы/элементы изготовлены на заказ).</p> <p><u>Сложность установки и запуска необходимого оборудования</u> Очень высокая.</p> <p><u>Доля бюджета на ИТ, установку и запуск оборудования</u> Большая часть бюджета проекта строительства (более 75%).</p> <p><u>Затраты на поддержку систем</u> Высокие.</p> <p><u>Сложность достижения стадии готовности</u> Исключительно высокие и уникальные стандарты готовности объекта и завершения основных строительных работ.</p> <p><u>Период ввода в эксплуатацию</u> Длительный (более 18 месяцев).</p>
ссс-с	<p>Прецеденты, которым присущи характеристики хуже, чем в предыдущей категории, а также иные существенные проблемы.</p>

Источник: АКРА

5.1.2.2. Ограничения на строительство

В контексте данного субфактора АКРА рассматривает характеристики, включающие следующие, но не ограничивающиеся ими:

- объем ограничений: состав факторов, сдерживающих реализацию проекта, их количество и масштаб;
- трудности преодоления ограничений;
- степень воздействия ограничений на сроки исполнения критически важных этапов проекта, а также последствия несоблюдения графика его реализации;
- период, в течение которого проект подвержен ограничениям.

Например, стандартный проект по строительству промышленного предприятия в местности без ограничений с точки зрения рельефа, сезонных изменений погоды, продолжительности рабочих смен может иметь более высокий рейтинг по сравнению с масштабным проектом по строительству туннеля на территории с очень плотной застройкой и ограничениями на уровень пыли, шума и вибрации, где невозможно ограничивать доступность транспортной инфраструктуры и/или ПП (если применимо) устанавливает ряд ограничений на доступ к определенным участкам смежных транспортных артерий.

Таблица 6. Ограничения на строительство

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<u>Объем ограничений</u> Несколько преодолимых ограничений. <u>Трудности преодоления ограничений</u> Для преодоления ограничений не требуется проведения значительных работ. <u>Степень воздействия ограничений на критически важный график реализации проекта</u> Ограничения, способные повлиять на критически важный график реализации проекта, отсутствуют. <u>Период, подверженный ограничениям</u> Ограничения применимы только к непродолжительной части периода строительства.
aa	<u>Объем ограничений</u> Несколько преодолимых ограничений. <u>Трудности преодоления ограничений</u> Для преодоления ограничений необходимо использовать несколько понятных и относительно простых методов. <u>Степень воздействия ограничений на критически важный график реализации проекта</u> Умеренное воздействие на критически важный график реализации проекта. <u>Период, подверженный ограничениям</u> Ограничения влияют только на достаточно небольшую часть периода реализации проекта.
a	<u>Объем ограничений</u> Для преодоления ограничений требуется значительный объем работы. <u>Трудности преодоления ограничений</u> Для преодоления ограничений используются известные практики и методы, результаты их использования предсказуемы. <u>Степень воздействия ограничений на критически важный график реализации проекта</u> Ограничения, если они не были преодолены, могут оказать значительное влияние на критически важный график реализации проекта.

	<u>Период, подверженный ограничениям</u> Ограничения влияют на несколько этапов проекта.
bbb	<u>Объем ограничений</u> Множественные ограничения. <u>Трудности преодоления ограничений</u> Отсутствие достаточного опыта (практики и методов) преодоления ограничений. <u>Степень воздействия ограничений на критически важный график реализации проекта</u> Существенный риск того, что ограничения окажут значительное воздействие на критически важный график реализации проекта. <u>Период, подверженный ограничениям</u> Ограничения влияют на 25–50% строительного периода проекта.
bb	<u>Объем ограничений</u> Множественные и/или нестандартные ограничения. <u>Трудности преодоления ограничений</u> Отсутствие достаточного опыта (практики и методов) преодоления ограничений. <u>Степень воздействия ограничений на критически важный график реализации проекта</u> Высокий риск того, что ограничения окажут значительное воздействие на критически важный график реализации проекта. <u>Период, подверженный ограничениям</u> Ограничения влияют на 50–75% строительного периода проекта.
b	<u>Объем ограничений</u> Множественные ограничения. <u>Трудности преодоления ограничений</u> Ограничения являются труднопреодолимыми, необходимы нестандартные решения. <u>Степень воздействия ограничений на критически важный график реализации проекта</u> Воздействие на критически важный график реализации проекта способно привести к тому, что строительные работы будет невозможно продолжить. <u>Период, подверженный ограничениям</u> Ограничения влияют на весь строительный период проекта.
ccc-c	Прецеденты, которым присущи характеристики хуже, чем в предыдущей категории, а также иные существенные проблемы.

Источник: АКРА

5.1.3. Качество и возможности подрядчиков

Успешная реализация проекта во многом зависит от генерального подрядчика, субподрядчиков и поставщиков. Специфика организации работы с субподрядчиками и ключевыми поставщиками генерального подрядчика может повышать риски в течение периода строительства, поскольку генеральный подрядчик может передавать некоторые или большинство своих обязанностей по исполнению проекта определенному количеству субподрядчиков и поставщиков, которые могут быть значительно меньше и финансово слабее по сравнению с генеральным подрядчиком.

В контексте данного элемента рассматриваются различные характеристики, включающие следующие, но не ограничивающиеся ими:

- процедуры предварительного отбора субподрядчика (субподрядчиков);
- уровень компетенции и наличие релевантного опыта у субподрядчика (субподрядчиков);
- уровень компетенции спонсоров и акционеров субподрядчика (субподрядчиков);

- степень подверженности рискам субподрядчика (субподрядчиков);
- степень диверсификации рисков субподрядчика (субподрядчиков);
- система контроля поставщиков;
- легкость замены субподрядчика (субподрядчиков);
- залог, предоставляемый субподрядчиком (субподрядчиками);
- анализ кредитоспособности субподрядчика (субподрядчиков);
- подготовительная работа по идентификации кредитных рисков, ассоциированных с субподрядчиком (субподрядчиками).

Риски, связанные с уровнем концентрации выполняемых генеральным подрядчиком работ, должны оцениваться в совокупности со всеми характеристиками проекта.

Если существует несколько субконтрактов или проект частично выполняется без подрядчиков, АКРА оценивает риск организации работ со сторонами, выполняющими различные работы в совокупности.

Таблица 7. Качество и возможности субподрядчиков проекта

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Степень подверженности влиянию рисков СП</u> Ограниченная.</p> <p><u>Анализ кредитоспособности СП</u> Используется.</p> <p><u>Работа по идентификации кредитных рисков, ассоциированных с СП</u> Проводится.</p> <p><u>Процедуры предварительного отбора СП</u> Применяются.</p> <p><u>Уровень диверсификации рисков СП</u> Высокий.</p> <p><u>Залог, предоставляемый СП</u> Значительный.</p> <p><u>Уровень компетенции и наличие у СП релевантного опыта</u> Компетентный СП с хорошей репутацией и большим опытом работы по различным проектам (включая тип рейтингуемого проекта).</p> <p><u>Уровень компетенции спонсоров и акционеров СП</u> Спонсоры и акционеры имеют высокую кредитоспособность, а также большой опыт работы с широким диапазоном проектов (включая тип рейтингуемого проекта).</p> <p><u>Система контроля поставщиков</u> Хорошая.</p> <p><u>Замена СП</u> Для небольших проектных работ (малых контрактов) есть заранее заключенные договоры с СП, и/или на рынке имеется достаточное количество СП, которых можно привлечь в рамках запланированного бюджета проекта.</p>

aa	<p><u>Степень подверженности влиянию рисков СП</u> Существенная подверженность риску с точки зрения критически важных СП.</p> <p><u>Залог, предоставляемый СП</u> Значительный залог в полной мере компенсирует подверженность риску критически важных СП.</p> <p><u>Анализ кредитоспособности СП</u> Используется.</p> <p><u>Работа по идентификации кредитных рисков, ассоциированных с СП</u> Проводится.</p> <p><u>Процедуры предварительного отбора СП</u> Применяются.</p> <p><u>Уровень диверсификации рисков СП</u> Высокий.</p> <p><u>Уровень компетенции и наличие у СП релевантного опыта</u> - компетентность СП не подтверждена, либо у СП ограниченный опыт по другим проектам; - компетентный СП, имеющий ограниченный опыт по аналогичным проектам; предполагается, что СП сможет использовать свой опыт для предоставления услуг Эмитенту; - компетентный субподрядчик, имеющий большой опыт работы, но с некоторыми проблемами в прошлом.</p> <p><u>Уровень компетенции спонсоров и акционеров СП</u> Спонсоры/акционеры имеют опыт работы с подобными проектами и смогут (с большой степенью вероятности) компетентно выполнять техническое обслуживание проекта.</p> <p><u>Система контроля поставщиков</u> Адекватная.</p> <p><u>Замена СП</u> Для значительной доли небольших проектных работ (малых контрактов) может не быть заранее заключенных договоров с СП, но на рынке имеется достаточное количество СП, которых можно привлечь в рамках запланированного бюджета проекта.</p>
a	<p><u>Степень подверженности влиянию рисков СП</u> Потенциальный риск связан с одним или несколькими критически важными СП.</p> <p><u>Залог, предоставляемый СП</u> Некоторые проблемы с залогом, предоставляемым СП.</p> <p><u>Анализ кредитоспособности СП</u> Используется только для ключевых СП.</p> <p><u>Работа по идентификации кредитных рисков, ассоциированных с СП</u> Проводится в отношении большей части рисков.</p> <p><u>Процедуры предварительного отбора СП</u> Применяются только для ключевых СП.</p> <p><u>Уровень диверсификации рисков СП</u> Средний.</p> <p><u>Уровень компетенции и наличие релевантного опыта у СП</u> Компетентность СП недостаточно проверена; очень ограниченный опыт работы по другим проектам.</p> <p><u>Уровень компетенции спонсоров и акционеров СП</u> Спонсоры/акционеры компетентны, но имеют меньший опыт работы с сопоставимыми типами проектов.</p> <p><u>Система контроля поставщиков</u> В основном адекватная.</p> <p><u>Замена СП</u> Для значительной доли проектных работ может не быть заранее заключенных договоров с СП, но на рынке имеется достаточное количество СП, которых можно привлечь в рамках запланированного бюджета проекта.</p>
bbb	<p><u>Степень подверженности влиянию рисков СП</u> Зависимость от СП, имеющих высокие уровни риска (без предоставления ими залога).</p> <p><u>Залог, предоставляемый СП</u> Ограниченный залог предоставлен не всеми критически важными СП.</p> <p><u>Анализ кредитоспособности СП</u></p>

	<p>Используется недостаточно широко.</p> <p><u>Работа по идентификации кредитных рисков, ассоциированных с СП</u></p> <p>Проводится недостаточно.</p> <p><u>Процедуры предварительного отбора СП</u></p> <p>Применяются недостаточно.</p> <p><u>Уровень диверсификации рисков СП</u></p> <p>Средний или ниже среднего.</p> <p><u>Уровень компетенции и наличие релевантного опыта у СП</u></p> <p>Имеют очень ограниченный доказанный опыт аналогичных работ, либо возникают сомнения относительно возможностей СП выполнить большинство ключевых этапов работы по проекту.</p> <p><u>Уровень компетенции спонсоров и акционеров СП</u></p> <p>Спонсоры/акционеры имеют очень ограниченный доказанный опыт аналогичных работ, либо возникают сомнения относительно их возможности выполнить большинство ключевых этапов работы по проекту.</p> <p><u>Система контроля поставщиков</u></p> <p>Непроверенная и/или очень слабая.</p> <p><u>Замена СП</u></p> <p>Ограниченное количество СП по отдельным видам работ на рынке.</p>
bb	<p><u>Степень подверженности влиянию рисков СП</u></p> <p>Высокие риски связаны с критически важным СП.</p> <p><u>Залог, предоставляемый СП</u></p> <p>Ограниченный залог предоставлен не всеми критически важными СП.</p> <p><u>Анализ кредитоспособности СП</u></p> <p>Используется недостаточно.</p> <p><u>Работа по идентификации кредитных рисков, ассоциированных с СП</u></p> <p>Проводится недостаточно.</p> <p><u>Процедуры предварительного отбора СП</u></p> <p>Применяются недостаточно.</p> <p><u>Уровень диверсификации рисков СП</u></p> <p>Средний или ниже среднего.</p> <p><u>Уровень компетенции и наличие релевантного опыта у СП</u></p> <p>Имеют доказанный опыт по части проводимых работ, либо возникают сомнения относительно их возможности выполнить некоторые ключевые и/или более сложные компоненты работы.</p> <p><u>Уровень компетенции спонсоров и акционеров СП</u></p> <p>Спонсоры/акционеры имеют доказанный опыт по части проводимых работ, либо возникают сомнения относительно их возможности выполнить некоторые ключевые и/или более сложные компоненты работы.</p> <p><u>Система контроля поставщиков</u></p> <p>Слабая.</p> <p><u>Замена СП</u></p> <p>Ограниченное количество СП на рынке, замена СП может занять длительное время.</p>
b	<p><u>Степень подверженности влиянию рисков СП</u></p> <p>Очень высокие риски связаны со всеми СП.</p> <p><u>Залог, предоставляемый СП</u></p> <p>Не предоставлен.</p> <p><u>Анализ кредитоспособности СП</u></p> <p>Практически не используется.</p> <p><u>Работа по идентификации кредитных рисков, ассоциированных с СП</u></p> <p>Практически не проводится.</p> <p><u>Процедуры предварительного отбора СП</u></p> <p>Практически не применяются.</p> <p><u>Уровень диверсификации рисков СП</u></p> <p>Значительно ниже среднего.</p> <p><u>Уровень компетенции и наличие релевантного опыта у СП</u></p> <p>Возникают серьезные сомнения относительно возможностей СП.</p> <p><u>Уровень компетенции спонсоров и акционеров СП</u></p> <p>Возникают серьезные сомнения относительно спонсоров и акционеров СП.</p>

	<u>Система контроля поставщиков</u> Очень слабая. <u>Замена СП</u> Ограниченное количество СП на рынке, замена СП может занять неприемлемо длительное время.
ссс-с	Прецеденты, которым присущи характеристики хуже, чем в предыдущей категории, а также иные существенные проблемы.

Источник: АКРА

5.1.4. Маржа прибыли и запас бюджета проекта для покрытия непредвиденных расходов и последствий волатильности экономической среды

По мнению АКРА, бюджет строительства, при составлении которого использовались согласованные объемы поставок, учитывались потребности в финансировании со стороны отдельных подразделений и фиксированные котировочные цены от поставщиков, является более устойчивым по сравнению с бюджетом, основанным на индикативных оценках. Процентная маржа прибыли и непредвиденные расходы, учтенные в контракте с фиксированной ценой, могут быть для генерального подрядчика буферным резервом, компенсирующим некоторое превышение реальных расходов над плановыми. Высокий уровень точности составления бюджета строительства способствует ограничению размера и степени воздействия на бюджет некоторых видов незапланированных расходов.

Несмотря на вариативность размера прибыли и уровня непредвиденных расходов в зависимости от типа проекта, распределения рисков и цикла строительной отрасли, АКРА предполагает, что генеральный подрядчик, действующий экономически рационально, будет закладывать в свое ценовое предложение, указанное в заявке на подряд/тендер, те уровни непредвиденных расходов и прибыли, которые соответствуют уровню риска генерального подрядчика.

В контексте данного фактора АКРА рассматривает различные характеристики, включающие следующие, но не ограничивающиеся ими:

- уровни процентной маржи прибыли в подготовленной ГП заявке на подряд/тендер;
- буферные резервы для покрытия непредвиденных расходов;
- качество бюджета;
- качество расчетных допущений на предмет удорожания поставок и увеличения стоимости рабочей силы и/или их хеджирование;
- общеотраслевые условия.

Таблица 8. Маржа прибыли и запас бюджета проекта для покрытия непредвиденных расходов и последствий волатильности экономической среды

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Уровни процентной маржи прибыли, указанные в подготовленной генеральным подрядчиком заявке на подряд/тендер</u> Высокие.</p> <p><u>Буферные резервы для покрытия непредвиденных расходов, учитывая тип проекта и отраслевые условия</u> Высокие (12–18% бюджета в зависимости от типа проекта и отраслевых условий).</p> <p><u>Качество бюджета</u> Эффективные подходы к бюджетированию.</p> <p><u>Качество расчетных допущений на удорожание поставок материалов, иных ресурсов и повышение стоимости рабочей силы и/или их хеджирование</u> Консервативные допущения.</p> <p><u>Общеотраслевые условия</u> Нормальные.</p>
aa	<p><u>Уровни процентной маржи, указанные в подготовленной генеральным подрядчиком заявке на подряд/тендер</u> Средние.</p> <p><u>Буферные резервы для покрытия непредвиденных расходов, учитывая тип проекта и отраслевые условия</u> Средние (8–12% бюджета в зависимости от сложности проекта; до 16–18% в случае наиболее сложных проектов).</p> <p><u>Качество бюджета</u> В основном эффективные подходы к бюджетированию.</p> <p><u>Качество расчетных допущений на удорожание поставок материалов, иных ресурсов и повышение стоимости рабочей силы и/или их хеджирование</u> Адекватные допущения.</p> <p><u>Общеотраслевые условия</u> Нормальные.</p>
a	<p><u>Уровни процентной маржи, указанные в подготовленной генеральным подрядчиком заявке на подряд/тендер</u> Пороговые средние или незначительно ниже среднего.</p> <p><u>Буферные резервы для непредвиденных расходов, учитывая тип проекта и отраслевые условия</u> Пороговые значения средние или немного ниже средних (не ниже 6–8% бюджета).</p> <p><u>Качество бюджета</u> Довольно неэффективные подходы к бюджетированию.</p> <p><u>Качество расчетных допущений на удорожание поставок материалов, иных ресурсов и повышение стоимости рабочей силы и/или их хеджирование</u> Допущения в соответствии с уровнем ИПЦ; минимальное хеджирование по данным направлениям расходов в сочетании с вероятностью удорожания поставок материалов, иных ресурсов и повышения стоимости рабочей силы.</p> <p><u>Общеотраслевые условия</u> Нормальные или с наличием ранних индикаторов ухудшения общей экономической ситуации.</p>

bbb	<p><u>Уровни процентной маржи, указанные в подготовленной генеральным подрядчиком заявке на подряд/тендер</u> Ниже среднего.</p> <p><u>Буферные резервы для непредвиденных расходов, учитывая тип проекта и отраслевые условия</u> Ниже среднего, обычно не превышают 5–6% бюджета (за исключением случаев реализации простых проектов и наличия стабильных условий).</p> <p><u>Качество бюджета</u> Неэффективные подходы к бюджетированию.</p> <p><u>Качество расчетных допущений на удорожание поставок материалов, иных ресурсов и повышение стоимости рабочей силы и/или их хеджирование</u> Довольно агрессивные допущения об увеличении расходов; минимальное хеджирование в сочетании с существенной вероятностью удорожания поставок материалов, иных ресурсов и повышения стоимости рабочей силы.</p> <p><u>Общепромышленные условия</u> Нормальные или с ранними индикаторами ухудшения общей экономической ситуации.</p>
bb	<p><u>Уровни процентной маржи, указанные в подготовленной генеральным подрядчиком заявке на подряд/тендер</u> Очень низкие (близкие к убыточности).</p> <p><u>Буферные резервы для непредвиденных расходов, учитывая тип проекта и отраслевые условия</u> Очень низкие.</p> <p><u>Качество бюджета</u> Крайне неэффективные подходы к бюджетированию.</p> <p><u>Качество расчетных допущений на удорожание поставок материалов, иных ресурсов и повышение стоимости рабочей силы и/или их хеджирование</u> Очень агрессивные и/или малореалистичные общие расчетные допущения об увеличении расходов или существенной вероятности снижения доступности материалов, иных ресурсов и рабочей силы и/или их удорожания.</p> <p><u>Общепромышленные условия</u> Нормальные или с ранними индикаторами ухудшения общей экономической ситуации.</p>
b	<p><u>Уровни процентной маржи, указанные в подготовленной генеральным подрядчиком заявке на подряд/тендер</u> Для получения контракта генеральный подрядчик в заявке на подряд/тендер предоставляет ценовое предложение, основанное на близких к убыточным или убыточным уровням процентной маржи прибыли.</p> <p><u>Буферные резервы для непредвиденных расходов, учитывая тип проекта и отраслевые условия</u> Очень низкие.</p> <p><u>Качество бюджета</u> Крайне неэффективные подходы к бюджетированию.</p> <p><u>Качество расчетных допущений на удорожание поставок материалов, иных ресурсов и повышение стоимости рабочей силы и/или их хеджирование</u> Очень агрессивные и/или малореалистичные общие расчетные допущения об увеличении расходов или существенной вероятности снижения доступности материалов, иных ресурсов и рабочей силы и/или их удорожания.</p> <p><u>Общепромышленные условия</u> Опасения относительно общих условий в строительной и смежных отраслях.</p>
ccc-c	<p>Прецеденты, которым присущи характеристики хуже, чем в предыдущей категории, а также иные существенные проблемы.</p>

Источник: АКРА

5.1.5. Запас прочности генерального подрядчика и относительный размер проекта

Кредитное качество, возможности и размер генерального подрядчика могут оказывать существенное влияние на вероятность успешного завершения проекта и способность генерального подрядчика не допустить превышения расходов относительно запланированного уровня.

Как правило, в сделках проектного финансирования используются компенсаторные и защитные структурные механизмы, предотвращающие ухудшение финансового состояния генерального подрядчика. Защитные механизмы могут обеспечивать достаточный временной запас и бюджет для замены генерального подрядчика, а также могут включать предоставляемые третьими сторонами гарантии, покрывающие неустойку за возникновение задержки, взимаемую с генерального подрядчика, а также прочие риски в зоне его ответственности. Помимо проведения оценки кредитоспособности генерального подрядчика, АКРА оценивает размер проекта относительно размера генерального подрядчика, чтобы понять, может ли превышение расходов по данному проекту привести к критическому ухудшению кредитоспособности генерального подрядчика.

Если кредитное качество генерального подрядчика является одним из критически важных факторов, определяющих кредитное качество проекта, АКРА может посчитать целесообразным присвоение генеральному подрядчику кредитного рейтинга или кредитной оценки. Как правило, уровень зависимости проекта от генерального подрядчика считается высоким, если критическое ухудшение кредитного и операционного состояния генерального подрядчика означает высокую вероятность невыполнения обязательств перед кредиторами в рамках проекта.

При анализе данного фактора АКРА рассматривает различные характеристики, включая:

- размер и региональную значимость генерального подрядчика;
- уровень географической диверсификации генерального подрядчика;
- уровень диверсификации по рыночным сегментам;
- стабильность и качество финансовых показателей генерального подрядчика;
- готовность и мотивацию генерального подрядчика довести до завершения проекты, находящиеся в состоянии стресса;
- предыдущий опыт завершения проектов со значительными проблемами;
- ежегодные расходы в рамках проекта по отношению к выручке/обороту генерального подрядчика за 12 месяцев.

Таблица 9. Запас прочности генерального подрядчика и относительный размер проекта

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Размер и региональная значимость ГП</u> Крупный межрегиональный подрядчик. <u>Уровень географической диверсификации ГП</u> Высокий. <u>Уровень диверсификации по рыночным сегментам</u> Высокий. <u>Стабильность и качество финансовых показателей ГП</u> Стабильные, качественные. <u>Готовность и мотивация ГП довести до завершения проекты, находящиеся в состоянии стресса</u> Высокий уровень готовности и мотивации. <u>Ежегодные расходы в рамках проекта по отношению к выручке/обороту ГП за 12 месяцев</u> Менее 3% годовой выручки.</p>
aa	<p><u>Размер и региональная значимость ГП</u> Крупный межрегиональный/региональный подрядчик. <u>Уровень географической диверсификации ГП</u> Высокий. <u>Уровень диверсификации по рыночным сегментам</u> Высокий. <u>Стабильность и качество финансовых показателей ГП</u> Стабильные, качественные. <u>Готовность и мотивация ГП довести до завершения проекты, находящиеся в состоянии стресса</u> Высокий уровень готовности и мотивации. <u>Ежегодные расходы в рамках проекта по отношению к выручке/обороту ГП за 12 месяцев</u> - Относительно годовой выручки — 3–6% <i>или</i> - Относительно годового оборота — менее 3%.</p>
a	<p><u>Размер и региональная значимость ГП</u> Крупный региональный подрядчик. <u>Уровень географической диверсификации ГП</u> Хороший региональный уровень. <u>Уровень диверсификации по рыночным сегментам</u> Хороший региональный уровень. <u>Стабильность и качество финансовых показателей ГП</u> Стабильные, качественные. <u>Готовность и мотивация ГП довести до завершения проекты, находящиеся в состоянии стресса</u> Высокий уровень готовности и мотивации. <u>Ежегодные расходы в рамках проекта по отношению к выручке/обороту ГП за 12 месяцев</u> Менее 3% годового оборота компании.</p>
bbb	<p><u>Размер и региональная значимость ГП</u> Региональный подрядчик. <u>Уровень географической диверсификации ГП</u> Средний региональный уровень. <u>Уровень диверсификации по рыночным сегментам</u> Средний региональный уровень. <u>Стабильность и качество финансовых показателей ГП</u> Стабильные, средние. <u>Готовность и мотивация ГП довести до завершения проекты, находящиеся в состоянии стресса</u> Высокий уровень готовности и мотивации. <u>Ежегодные расходы в рамках проекта по отношению к выручке/обороту ГП за 12 месяцев</u> Ежегодные расходы не влекут неоправданного объема риска.</p>

bb	<u>Размер и региональная значимость ГП</u> Региональный подрядчик. <u>Уровень географической диверсификации ГП</u> Средний региональный уровень. <u>Уровень диверсификации по рыночным сегментам</u> Средний региональный уровень. <u>Стабильность и качество финансовых показателей ГП</u> Стабильные, средние. <u>Готовность и мотивация ГП довести до завершения проекты, находящиеся в состоянии стресса</u> Высокий уровень готовности и мотивации. <u>Ежегодные расходы в рамках проекта по отношению к выручке/обороту ГП за 12 месяцев</u> Ежегодные расходы не влекут неоправданного объема риска.
b	<u>Размер и региональная значимость ГП</u> Любые. <u>Уровень географической диверсификации ГП</u> Любой. <u>Уровень диверсификации по рыночным сегментам</u> Любой. <u>Стабильность финансовых показателей ГП</u> Нестабильные или слабые. <u>Готовность и мотивация ГП довести до завершения проекты, находящиеся в состоянии стресса</u> ГП уже прекращал участие в проблемных проектах. <u>Дополнительные факторы</u> Необходим более глубокий анализ устойчивости проекта к событию замены ГП или расторжения ПД. <u>Ежегодные расходы в рамках проекта по отношению к выручке/обороту ГП за 12 месяцев</u> Уровень расходов вызывает озабоченность в отношении финансового состояния ГП в краткосрочной или среднесрочной перспективе.
ccc-c	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.1.6. График строительства

Для оценки риска нарушения графика строительства в рамках проектно-финансовой транзакции критически важным фактором является предусмотренный контрактом период времени между установленной плановой датой завершения основных строительных работ и предельно возможной датой, на которую строительные работы должны быть завершены без риска расторжения проектного соглашения.

При анализе данного фактора АКРА оценивает адекватность временного периода до предельно возможной даты с учетом сложности проекта и наличия жесткого крайнего срока его завершения (например, подготовка к зимней Олимпиаде в Сочи в 2014 году).

По мнению АКРА, в рамках стандартной проектно-финансовой транзакции длительность периода между установленной плановой и предельной датами завершения работ составляет не менее года.

АКРА также предполагает, что качественно подготовленные проекты предусматривают наличие временного запаса к плановой дате завершения работ, учитывающего жесткость временных рамок в транзакции.

Временной запас — период в неделях, предусмотренный в графике строительства для преодоления отставаний. Выражается в процентном отношении к общему периоду (в неделях) от начала строительства до плановой даты завершения основных строительных работ. Временной запас графика строительства может оцениваться как применительно к строительной фазе в целом, так и применительно к срокам выполнения критически важных этапов/рубежей проекта.

Таблица 10. График строительства

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Временной запас</u> 10–15% относительно общего периода строительства. <u>Период между установленной плановой и предельно возможной датами</u> Для простых проектов — более 12 месяцев, для сложных проектов — более 18 месяцев. <u>График строительства</u> Консервативный.</p>
aa	<p><u>Временной запас</u> 8–10% относительно общего периода строительства. <u>Период между установленной плановой и предельно возможной датами</u> 10–12 месяцев. Если график уже предусматривает частичное ускорение работ за счет ночных и двойных смен и работы в выходные дни, в качестве критерия может быть установлен более продолжительный период. <u>График строительства</u> Достаточно консервативный.</p>
a	<p><u>Временной запас</u> 6–8% относительно общего периода строительства. <u>Период между установленной плановой и предельно возможной датами</u> 8–10 месяцев. Если график уже предусматривает частичное ускорение работ за счет ночных и двойных смен и работы в выходные дни, в качестве критерия может быть установлен более продолжительный период. <u>График строительства</u> Умеренно консервативный.</p>
bbb	<p><u>Временной запас</u> 4–6% относительно общего периода строительства. <u>Период между установленной плановой и предельно возможной датами</u> 6–8 месяцев. Если график уже предусматривает частичное ускорение работ за счет ночных и двойных смен и работы в выходные дни, в качестве критерия может быть установлен более продолжительный период. <u>График строительства</u> Умеренно агрессивный.</p>
bb	<p><u>Временной запас</u> 2–4% относительно общего периода строительства. <u>Период между установленной плановой и предельно возможной датами</u> 4–6 месяцев. Если график уже предусматривает частичное ускорение работ за счет ночных и двойных смен и работы в выходные дни, в качестве критерия может быть установлен более продолжительный период. <u>График строительства</u> Агрессивный.</p>
b	<p><u>Временной запас</u> 1–2% относительно общего периода строительства. <u>Период между установленной плановой и предельно возможной датами</u> 2–4 месяца. Если график уже предусматривает частичное ускорение работ за счет ночных и двойных смен и работы в выходные дни, в качестве критерия может быть установлен более продолжительный период.</p>

	<u>График строительства</u> Очень агрессивный.
ссс-с	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.1.7. Использование резерва ликвидности для купирования краткосрочных отклонений от графика строительства

Необходимость использования Эмитентом резерва ликвидности может возникать достаточно часто в течение фазы строительства как в связи с заменой генерального подрядчика, так и вне этого сценария.

Условия контрактных соглашений в отношении резерва ликвидности могут варьироваться от проекта к проекту. Соответственно, анализ потенциальной необходимости использования резерва ликвидности для соблюдения графика строительства является важным аспектом анализа рисков проекта.

В ходе анализа необходимости использования резерва ликвидности важно определить продолжительность временных разрывов ликвидности, которые могут привести к стрессу Эмитента и, следовательно, к потенциальному дефолту до завершения основного строительства.

При анализе источников ликвидности крайне важно рассматривать не только размер доступного резерва ликвидности, но также его качество, сроки и ситуации, при которых данный резерв может быть доступен, включая возможные риски отсутствия доступа к ликвидности ввиду предусмотренных ковенант и других ограничений.

АКРА принимает в расчет только резерв ликвидности, предоставляемый банком (или размещаемый в банке), который имеет рейтинг АКРА или кредитную оценку (при отсутствии присвоенного рейтинга АКРА) не ниже AA(RU), в виде наличности или финансовых инструментов, предусматривающих возможность своевременной оплаты неустойки и/или покрытия затрат на финансирование.

АКРА ожидает, что обязательства по предоставлению поддержки ликвидности будут сопровождаться рейтинговыми триггерами, обеспечивающими непрерывный доступ к резерву ликвидности в условиях снижения рейтинга банка, предоставляющего поддержку ликвидности, ниже AA(RU) и отсутствия замены для данного банка.

АКРА также исходит из того, что любой источник поддержки ликвидности, используемый для преодоления последствий несоблюдения графика строительства, не может быть использован как источник компенсаторных платежей для преодоления последствий замены генерального подрядчика или расторжения проектного соглашения.

Таблица 11. Резерв ликвидности для преодоления последствий несоблюдения графика строительства

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<u>Резерв ликвидности</u> Достаточный для преодоления последствий несоблюдения графика строительства на 25–30% и покрывающий минимум 12 месяцев отставания от графика. <u>Временные разрывы ликвидности в анализе отставаний</u> Существенных разрывов не обнаружено.
aa	<u>Резерв ликвидности</u> Достаточный для преодоления последствий несоблюдения графика строительства на 20–25% и покрывающий минимум 9 месяцев отставания от графика. <u>Временные разрывы ликвидности в анализе отставаний</u> Обнаружены потенциальные ограниченные временные разрывы.
a	<u>Резерв ликвидности</u> Достаточный для преодоления последствий несоблюдения графика строительства на 15–20% и покрывающий минимум 6 месяцев отставания от графика. <u>Временные разрывы ликвидности в анализе отставаний</u> Обнаружены потенциальные существенные временные разрывы.
bbb	<u>Резерв ликвидности</u> Достаточный для преодоления последствий несоблюдения графика строительства на 10–15% и покрывающий минимум 3 месяца отставания от графика. <u>Временные разрывы ликвидности в анализе отставаний</u> Обнаружены существенные временные разрывы.
bb	<u>Резерв ликвидности</u> Достаточный для преодоления последствий несоблюдения графика строительства на 5–10% и покрывающий минимум 3 месяца отставания от графика. <u>Временные разрывы ликвидности в анализе отставаний</u> Обнаружено несколько временных разрывов, близких к критическим.
b	<u>Резерв ликвидности</u> Достаточный для преодоления последствий несоблюдения графика строительства менее чем на 5% и покрывающий минимум 1 месяц отставания от графика. <u>Временные разрывы ликвидности в анализе отставаний</u> Обнаружено несколько критических временных разрывов. <u>Другие проблемы</u> Возможны другие проблемы, связанные с резервом ликвидности (например, с его качеством).
ccc-c	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.1.8. Степень заменимости генерального подрядчика

В ходе анализа данного фактора АКРА оценивает, насколько просто Эмитенту заменить нефункционирующего генерального подрядчика при реализации стресс-сценария.

Анализируя данный фактор, АКРА в том числе принимает во внимание качество, доступность и количество компаний, имеющих опыт и финансовые возможности для своевременной замены генерального подрядчика с учетом типа, местоположения и масштаба проекта.

Совместные проекты, которые осуществляются силами двух генеральных подрядчиков, отвечающих за проектирование и строительство, как правило, получают более высокую оценку по данному фактору, если потери / дополнительные затраты, связанные с уходом одного подрядчика, не оказывают немедленного негативного влияния на проект.

В рамках данного фактора также оцениваются достаточность бюджета на строительство и эксплуатационное обслуживание оборудования, а также сопоставимость проекта с точки зрения бюджета с аналогичными проектами на рынке.

На степень заменимости генерального подрядчика могут влиять механизмы и характеристики, оцениваемые в рамках других факторов (например, доступность резервов для компенсации дополнительных затрат на рабочую силу и материалы или наличие у Эмитента прав на вмешательство в ход реализации проекта) и позволяющие обеспечить непрерывность работы ключевых субподрядчиков несмотря на прекращение работы генерального подрядчика.

Таблица 12. Степень заменимости генерального подрядчика

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Взаимозаменяемость ГП в рамках совместного проекта</u> Высокая степень взаимозаменяемости в рамках совместного проекта. <i>Или</i> <u>Доступность внешней замены</u> Доступны многие подходящие компании, которые могут быть своевременно привлечены в проект. <u>Методы/факторы, уменьшающие риск потерь в рамках совместного проекта</u> Многочисленные и надежные. <u>Стоимость работ и услуг, установленная контрактом на строительство, эксплуатацию и обслуживание</u> Верхний ценовой сегмент в сравнении с недавно завершёнными аналогичными проектами.</p>
aa	<p><u>Взаимозаменяемость ГП в рамках совместного проекта</u> Умеренно высокая. <u>Доступность внешней замены</u> Доступны несколько подходящих компаний, которые могут быть своевременно привлечены в проект. <u>Методы/факторы, уменьшающие риск потерь в рамках совместного проекта</u> Достаточные. <u>Стоимость работ и услуг, установленная контрактом на строительство, эксплуатацию и обслуживание</u> Стоимость находится в ценовом сегменте, сопоставимом с недавно завершёнными аналогичными проектами.</p>
a	<p><u>Взаимозаменяемость ГП в рамках совместного проекта</u> Умеренная. <u>Доступность внешней замены</u> Ограниченное количество подходящих компаний, которые могут быть своевременно привлечены в проект. <u>Методы/факторы, уменьшающие риск потерь в рамках совместного проекта</u> Доступны некоторые методы/факторы, уменьшающие риск потерь. <u>Стоимость работ и услуг, установленная контрактом на строительство, эксплуатацию и обслуживание</u> Стоимость находится в ценовом сегменте, по большей части сопоставимом с недавно завершёнными аналогичными проектами.</p>

bbb	<p><u>Взаимозаменяемость ГП в рамках совместного проекта</u> Ограниченная. <u>Доступность внешней замены</u> Минимальная доступность подходящих компаний, которые могут быть своевременно привлечены в проект. <u>Методы/факторы, уменьшающие риск потерь в рамках совместного проекта</u> Слабые. <u>Стоимость работ и услуг, установленная контрактом на строительство, эксплуатацию и обслуживание</u> Стоимость находится в нижней части ценового сегмента в сравнении с недавно завершёнными аналогичными либо частично сопоставимыми проектами.</p>
bb	<p><u>Взаимозаменяемость ГП в рамках совместного проекта</u> Значительно ограниченная. <u>Доступность внешней замены</u> Минимальная доступность подходящих компаний, которые могут быть своевременно привлечены в проект. <u>Методы/факторы, уменьшающие риск потерь в рамках совместного проекта</u> Очень ограниченные/слабые. <u>Стоимость работ и услуг, установленная контрактом на строительство, эксплуатацию и обслуживание</u> Стоимость находится ниже ценового сегмента в сравнении с недавно завершёнными аналогичными либо частично сопоставимыми проектами.</p>
b	<p><u>Взаимозаменяемость ГП в рамках совместного проекта</u> Чрезвычайно ограниченная. <u>Доступность внешней замены</u> Чрезвычайно ограниченная. <u>Методы/факторы, уменьшающие риск потерь в рамках совместного проекта</u> Успешное применение методов снижения риска очень маловероятно, или они отсутствуют. <u>Стоимость работ и услуг, установленная контрактом на строительство, эксплуатацию и обслуживание</u> Стоимость находится значительно ниже ценового сегмента в сравнении с недавно завершёнными аналогичными либо частично сопоставимыми проектами, либо недавно завершённые сопоставимые проекты отсутствуют.</p>
ccc-c	Своевременная замена ГП не предусмотрена с учетом специфики проекта и/или рыночных условий. Сопоставимые проекты отсутствуют.

Источник: АКРА

5.1.9. Залоговые компенсаторные инструменты замены генерального подрядчика

Залоговое имущество Эмитента может включать различные формы обеспеченных компенсаторных инструментов генерального подрядчика (КИП), в том числе гарантии, поручительства, целевые резервы на залоговых счетах и т. д.

Как правило, номинал компенсаторных инструментов отражает сумму максимальных компенсаторных штрафов/выплат, которые могут быть наложены на генерального подрядчика в случае расторжения контракта с ним по его вине или инициативе.

При анализе данного фактора АКРА рассматривает различные характеристики, включая:

- номинал компенсаторных инструментов от контрагента с высоким кредитным рейтингом (кредитной оценкой АКРА);
- возможность доступа к средствам;

- кредитный рейтинг (кредитная оценка АКРА) и опыт выполнения обязательств стороны, предоставляющей компенсаторные инструменты;
- наличие и объем права регресса к генеральному подрядчику у стороны, предоставляющей компенсаторные инструменты;
- своевременность оплаты по компенсаторным инструментам.

Таблица 13. Залоговые компенсаторные инструменты замены генерального подрядчика

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Номинал КИП от контрагента с высоким кредитным качеством</u> $\geq 20\%$ номинала контракта. <u>Возможность доступа к средствам</u> По первому требованию. <u>Кредитное качество и опыт выполнения обязательств стороны, предоставляющей КИП</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) на уровне AAA(RU), и/или сторона является государственной или международной (наднациональной) компанией с высоким рейтингом и с достаточным опытом выполнения подобных обязательств по первому требованию. <u>Наличие и объем права регресса к ГП</u> Сторона, предоставляющая КИП, не имеет права регресса или имеет ограниченное право регресса к ГП. <u>Своевременность оплаты по КИП</u> Оплата своевременная.</p>
aa	<p><u>Номинал КИП от контрагента с высоким кредитным качеством</u> 15–20% от номинала контракта. <u>Возможность доступа к средствам</u> По первому требованию или после выполнения простых условий. <u>Кредитное качество и опыт выполнения обязательств стороны, предоставляющей КИП</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) на уровне AA(RU), и/или сторона является государственной или международной (наднациональной) компанией с высоким рейтингом и с достаточным опытом выполнения подобных обязательств по первому требованию. <u>Наличие и объем права регресса к ГП</u> Сторона, предоставляющая КИП, не имеет права регресса или имеет ограниченное право регресса к ГП. <u>Своевременность оплаты по КИП</u> Оплата своевременная.</p>
a	<p><u>Номинал КИП от контрагента с высоким кредитным качеством</u> 9–15% от номинала контракта. <u>Возможность доступа к средствам</u> По первому требованию или после выполнения простых условий. <u>Кредитное качество и опыт выполнения обязательств стороны, предоставляющей КИП</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) на уровне A(RU). <u>Наличие и объем права регресса к ГП</u> Сторона, предоставляющая КИП, имеет ограниченное право регресса к ГП. <u>Своевременность оплаты по КИП</u> Оплата своевременная.</p>
bbb	<p><u>Номинал КИП от контрагента с высоким кредитным качеством</u> 6–9% от номинала контракта или любой другой номинал КИП. <u>Возможность доступа к средствам</u> По первому требованию или при выполнении умеренно обременительных условий. <u>Кредитное качество и опыт выполнения обязательств стороны, предоставляющей КИП</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) на уровне BBB(RU). <u>Наличие и объем права регресса к ГП</u> Сторона, предоставляющая КИП, имеет ограниченное право регресса к ГП.</p>

	<u>Своевременность оплаты по КИП</u> Оплата своевременная.
bb	<u>Номинал КИП от контрагента с высоким кредитным качеством</u> 3–6% от номинала контракта или любой другой номинал КИП. <u>Возможность доступа к средствам</u> Не по первому требованию. <u>Кредитное качество и опыт выполнения обязательств стороны, предоставляющей КИП</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) на уровне не ниже ВВ(RU). <u>Наличие и объем права регресса к ГП</u> Сторона, предоставляющая КИП, имеет право регресса к ГП. <u>Своевременность оплаты по КИП</u> Существуют сомнения относительно возможности своевременной оплаты.
b	<u>Номинал КИП от контрагента с высоким кредитным качеством</u> 1–3% номинала контракта или любой другой номинал КИП. <u>Возможность доступа к средствам</u> Не по первому требованию. <u>Рейтинг и опыт выполнения обязательств стороны, предоставляющей КИП</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) на уровне ниже ВВ(RU). <u>Наличие и объем права регресса к ГП</u> Сторона, предоставляющая КИП, имеет право регресса к ГП. <u>Своевременность оплаты по КИП</u> Существуют сомнения относительно возможности своевременной оплаты.
ccc-c	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.1.10. Подготовка проекта и стратегия митигирования рисков

В рамках данного фактора АКРА оценивает общий подход генерального подрядчика к организации выполнения своих обязательств и управлению принятыми рисками с учетом специфики каждого проекта.

АКРА учитывает стратегию анализа рисков, начиная со стадии участия генерального подрядчика в тендерном процессе.

На стадии конкурса на право участия в проекте генеральный подрядчик должен иметь возможность всесторонне оценить сложность проекта, чтобы выработать адекватную стратегию митигирования рисков и рассчитать бюджет, необходимый для реализации данной стратегии. Возможности проведения тщательной и всеобъемлющей оценки на предварительной стадии могут быть ограничены несколькими факторами, включая временные рамки тендерного процесса, ресурсы, которые генеральный подрядчик готов потратить на предварительную оценку проекта, и уровень риска, при котором генеральный подрядчик готов работать.

Стратегия митигирования рисков на этапе подачи заявок и до финансового закрытия может включать следующие меры: повышение требований к степени проработки дизайна проекта вплоть до его полной готовности, проведение дополнительных геологоразведочных работ, привлечение большего количества экспертов, строительство и тестирование макетов строений, проведение дополнительных исследований к уже имеющимся (например, у концедента) данным, проведение дополнительного анализа регуляторных ограничений и получение предварительного

подтверждения от курирующих государственных органов (например, в отношении использования выделенных земельных участков), предварительное согласование основных субконтрактов, тесное взаимодействие между конструктором и поставщиком услуг по эксплуатации и техническому обслуживанию начиная с этапа проектирования.

В рамках данного фактора также оцениваются контроль качества выполненных работ и распределение рисков, связанных с крупными статьями бюджета.

При анализе данного фактора АКРА рассматривает характеристики, включающие следующие, но не ограничивающиеся ими:

- степень общей подготовки ко всем выявленным рискам;
- ожидаемую эффективность стратегии по митигированию рисков;
- степень и своевременность устранения/митигирования рисков;
- доказательства применения в ходе разработки дизайна проекта стратегий митигирования существенных рисков;
- взаимодействие с эксплуатационным управляющим в период проектирования;
- подготовку ценового предложения в заявке на подряд/тендер с учетом выявленных рисков.

Таблица 14. Подготовка проекта и стратегия митигирования рисков

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Степень общей подготовки ко всем выявленным рискам</u> Высокая степень.</p> <p><u>Ожидаемая эффективность стратегии по митигированию рисков</u> Высокая степень уверенности в эффективности стратегии.</p> <p><u>Степень и своевременность устранения/митигирования рисков</u> Большинство рисков могут быть полностью и своевременно устранены.</p> <p><u>Доказательства применения в ходе разработки дизайна проекта стратегий митигирования существенных рисков</u> Наличие весомых доказательств.</p> <p><u>Взаимодействие с эксплуатационным управляющим в период проектирования</u> Тесное взаимодействие по основным направлениям.</p> <p><u>Подготовка ценового предложения в заявке на подряд/тендер с учетом выявленных рисков</u> Уровень подготовки — выше среднего. Ценовое предложение соответствует степени подготовки ко всем выявленным рискам.</p>
aa	<p><u>Степень общей подготовки ко всем выявленным рискам</u> Средняя/адекватная степень подготовки. Многие риски могут быть полностью и своевременно устранены.</p> <p><u>Ожидаемая эффективность стратегии по митигированию рисков</u> Средняя степень уверенности в эффективности стратегии.</p> <p><u>Степень и своевременность устранения/митигирования рисков</u> Выявленные ключевые риски могут быть частично митигированы.</p> <p><u>Доказательства применения в ходе разработки дизайна проекта стратегий митигирования существенных рисков</u> Наличие доказательств.</p> <p><u>Взаимодействие с эксплуатационным управляющим в период проектирования</u> Взаимодействие по основным направлениям.</p>

	<p><u>Подготовка ценового предложения в заявке на подряд/тендер с учетом выявленных рисков</u> Стандартная подготовка. Ценовое предложение соответствует степени подготовки к большинству выявленных рисков.</p>
a	<p><u>Степень общей подготовки ко всем выявленным рискам</u> Средняя степень / степень ниже среднего уровня. Некоторые риски не могут быть полностью или своевременно устранены.</p> <p><u>Ожидаемая эффективность стратегии по митигированию рисков</u> Умеренная степень уверенности в эффективности стратегии (возможно, ниже среднего — по некоторым неключевым рискам).</p> <p><u>Степень и своевременность устранения/митигирования рисков</u> Частичное митигирование выявленных рисков, некоторые выявленные ключевые риски могут быть митигированы не полностью.</p> <p><u>Доказательства применения в ходе разработки дизайна проекта стратегий митигирования существенных рисков</u> Отсутствие доказательств применения стратегии в отношении некоторых ключевых направлений.</p> <p><u>Взаимодействие с эксплуатационным управляющим в период проектирования</u> Взаимодействие по некоторым ключевым направлениям отсутствует.</p> <p><u>Подготовка ценового предложения в заявке на подряд/тендер с учетом выявленных рисков</u> Ценовое предложение не полностью соответствует степени подготовки к большинству выявленных рисков.</p>
bbb	<p><u>Степень общей подготовки ко всем выявленным рискам</u> Ниже средней.</p> <p><u>Ожидаемая эффективность стратегии по митигированию рисков</u> Ниже средней.</p> <p><u>Степень и своевременность устранения/митигирования рисков</u> Несколько существенных направлений подготовки проекта подвержены рискам, которые не могут быть полностью или своевременно устранены.</p> <p><u>Доказательства применения в ходе разработки дизайна проекта стратегий митигирования существенных рисков</u> Отсутствие доказательств применения стратегии в отношении некоторых ключевых направлений.</p> <p><u>Взаимодействие с эксплуатационным управляющим в период проектирования</u> Взаимодействие по некоторым ключевым направлениям отсутствует.</p> <p><u>Подготовка ценового предложения в заявке на подряд/тендер с учетом выявленных рисков</u> Ценовое предложение не полностью соответствует степени подготовки к большинству выявленных рисков.</p>
bb	<p><u>Степень общей подготовки ко всем выявленным рискам</u> Низкая.</p> <p><u>Ожидаемая эффективность стратегии по митигированию рисков</u> Низкая.</p> <p><u>Степень и своевременность устранения/митигирования рисков</u> Ключевые направления подготовки подвержены рискам, которые не могут быть полностью или своевременно устранены.</p> <p><u>Доказательства применения в ходе разработки дизайна проекта стратегий митигирования существенных рисков</u> Отсутствие доказательств применения стратегии в отношении некоторых ключевых направлений.</p> <p><u>Взаимодействие с эксплуатационным управляющим в период проектирования</u> Взаимодействие по некоторым ключевым направлениям отсутствует.</p> <p><u>Подготовка ценового предложения в заявке на подряд/тендер с учетом выявленных рисков</u> Ценовое предложение не полностью соответствует степени подготовки к большинству выявленных рисков.</p>
b	<p><u>Степень общей подготовки ко всем выявленным рискам</u> Очень низкая. Очень агрессивный подход к реализации проекта, сопровождающийся повышенными рисками по большинству направлений проекта и отсутствием значительных усилий, направленных на митигирование данных рисков.</p>

	<p><u>Ожидаемая эффективность стратегии по митигированию рисков</u> Очень низкая.</p> <p><u>Степень и своевременность устранения/митигирования рисков</u> Ключевые направления подготовки подвержены рискам, которые не могут быть полностью или своевременно устранены.</p> <p><u>Доказательства применения в ходе разработки дизайна проекта стратегий митигирования существенных рисков</u> Отсутствие доказательств применения стратегий в отношении многих ключевых направлений.</p> <p><u>Взаимодействие с эксплуатационным управляющим в период проектирования</u> Взаимодействие практически отсутствует.</p> <p><u>Подготовка ценового предложения в заявке на подряд/тендер с учетом выявленных рисков</u> Ценовое предложение не соответствует степени подготовки ко многим выявленным рискам.</p>
ссс-с	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.1.11. Распределение строительных рисков между частным и государственным секторами и стратегическая важность проекта

В период строительства кредитное качество публичного партнера (государственного финансирующего органа, например концедента) подлежит оценке, если график проекта предусматривает поэтапные платежи со стороны публичного партнера при достижении запланированных проектных рубежей. В данном случае уровень кредитного рейтинга (кредитной оценки при отсутствии кредитного рейтинга, присвоенного АКРА) публичного партнера отражает максимально достижимый уровень рейтинга для всего проекта (рейтинговый потолок).

АКРА предполагает, что риски, принимаемые публичным партнером в связи с возникновением задержек при реализации проекта или в связи с компенсацией убытков в рамках проекта, могут стать причиной следующих событий:

- нормативные изменения и изменения в законодательстве (после ценового предложения в заявке на подряд/тендер);
- забастовки/протесты;
- задержка согласования планов проекта;
- длительный срок разработки проекта;
- необходимость приобретения земельных участков и права на прокладку транспортных путей в согласованной зоне;
- задержка работ ввиду археологических/исторических находок;
- существенные изменения объема и профиля заказов публичного партнера;
- форс-мажорные обстоятельства;
- затраты на замену активов за вычетом страховых выплат;
- загрязнение окружающей среды в результате нарушения согласованных допустимых уровней в ходе реализации проекта;

- не предусмотренные договором риски, связанные с коммунальными системами и инженерно-техническим комплексом.

С целью анализа влияния участия публичного партнера в проекте на рейтинг долговых обязательств Эмитента, АКРА рассматривает ряд характеристик, включая:

- а) долю взносов публичного партнера в общем объеме финансирования проекта (рост доли взносов приводит к увеличению потенциального влияния участия публичного партнера в проекте на рейтинг долговых обязательств Эмитента);
- в) условия проектного соглашения, применимые при расчете размера неустойки в случае дефолта Эмитента;
- б) резерв ликвидности с учетом поддержки со стороны публичного партнера (например, обязательства публичного партнера по выплатам только при завершении определенных фаз строительства или обязательства по регулярным выплатам в установленные даты или в установленных долях от ежемесячных затрат на строительство);
- г) кредитный профиль Эмитента с учетом различных факторов (например, при кредитном риске, соответствующем рейтингу Эмитента не ниже AAA(RU), и относительно невысоком риске незавершения проекта взносы публичного партнера оказывают незначительное влияние на ход строительства; напротив, при кредитном рейтинге Эмитента ниже BBB-(RU) и значительном риске незавершения проекта влияние взносов публичного партнера может оказывать существенное воздействие на кредитный профиль проекта).

Таблица 15. Распределение строительных рисков между частным и государственным секторами и стратегическая важность проекта

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Риски, принимаемые ПП</u> ПП принимает на себя большую или значительную часть рисков, связанных с периодом строительства, которые обычно возлагаются на частных партнеров.</p> <p><u>Применение отсрочек и компенсаций</u> ПП принимает на себя риски, связанные с предоставлением контрагентам надлежащих отсрочек и своевременной компенсацией.</p> <p><u>Качество проработки условий контракта</u> Выше среднего.</p>
aa	<p><u>Риски, принимаемые ПП</u> Стандартное распределение рисков, связанных с периодом строительства, между ПП и частными партнерами.</p> <p><u>Применение отсрочек и компенсаций</u> ПП принимает на себя риски, связанные с предоставлением контрагентам надлежащих отсрочек и своевременной компенсацией.</p> <p><u>Качество проработки условий контракта</u> Стандартное.</p>
a	<p><u>Риски, принимаемые ПП</u> Частые партнеры принимают на себя больше значительных рисков, связанных с периодом строительства, чем обычно возлагается на частный сектор; <i>или</i> принцип распределения рисков между ПП и частными партнерами недостаточно проработан.</p> <p><u>Применение отсрочек и компенсаций</u></p>

	<p>Контрактом предусмотрены жесткие условия предоставления отсрочек и компенсаций со стороны ПП в отношении контрагентов в рамках транзакций.</p> <p><u>Качество проработки условий контракта</u></p> <p>Определенные условия контракта вызывают озабоченность.</p>
bbb	<p><u>Риски, принимаемые ПП</u></p> <p>Частные партнеры принимают на себя значительную долю рисков, связанных с периодом строительства.</p> <p><u>Применение отсрочек и компенсаций</u></p> <p>Контрактом предусмотрены жесткие условия предоставления отсрочек и компенсаций со стороны ПП в отношении контрагентов в рамках транзакций.</p> <p><u>Качество подготовки и условия контрактов</u></p> <p>Контракт содержит нестандартные условия, которые вызывают серьезную озабоченность.</p>
bb	<p><u>Риски, принимаемые ПП</u></p> <p>Частные партнеры принимают на себя больше половины рисков, связанных с периодом строительства.</p> <p><u>Применение отсрочек и компенсаций</u></p> <p>Контрактом предусмотрены очень жесткие условия предоставления отсрочек и компенсаций со стороны ПП в отношении контрагентов в рамках транзакций.</p> <p><u>Качество проработки условий контракта</u></p> <p>Условия контракта недостаточно проработаны.</p>
b	<p><u>Риски, принимаемые ПП</u></p> <p>Частные партнеры принимают на себя практически все риски, связанные с периодом строительства.</p> <p><u>Применение отсрочек и компенсаций</u></p> <p>Контрактом предусмотрены исключительно жесткие условия предоставления отсрочек и компенсаций со стороны ПП в отношении контрагентов в рамках транзакций.</p> <p><u>Качество проработки условий контракта</u></p> <p>Условия контракта недостаточно проработаны и/или являются нестандартными и могут максимально увеличить вероятность сбоев в работе, критических задержек, дефолта и/или потерь при дефолте.</p>
ccc-c	<p>Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории.</p> <p>Возможное существование других серьезных проблем.</p>

Источник: АКРА

5.2 Операционная фаза

5.2.1. Долгосрочная коммерческая жизнеспособность

По мнению АКРА, вероятность погашения всей задолженности в рамках проекта в долгосрочной перспективе во многом зависит от его долгосрочной коммерческой жизнеспособности и конкурентоспособности. Это особенно актуально для рыночных проектов, которые полностью подвержены влиянию спроса и/или ценовому риску и к которым не применяются механизмы государственной поддержки. АКРА анализирует коммерческую и экономическую жизнеспособность не только в рамках основного проектного договора (и договоров о господдержке), но и в рамках любых других существенных смежных контрактов, включая договоры с поставщиками и договоры технико-эксплуатационного обслуживания. По мнению АКРА, независимо от уровня поддержки со стороны публичного партнера, требуется анализ долгосрочной коммерческой жизнеспособности проектно-финансовых транзакций, поскольку в рамках менее целесообразного с экономической точки зрения проекта повышается вероятность неполного соблюдения обязательств потребителем или публичным

партнером (например, если потребитель или публичный партнер находит уязвимость в договоре или использует административные рычаги для защиты своих интересов).

В рамках данного фактора АКРА рассматривает различные характеристики, включая:

- конкурентоспособность проекта;
- подверженность непредвиденным рисковым событиям, включая юридические и законодательные риски.

5.2.1.1. Конкурентоспособность проекта

В рамках данного субфактора АКРА анализирует ряд характеристик, включая следующие, но не ограничиваясь ими:

- профиль амортизации рейтингуемой задолженности — по мнению АКРА, проекты с быстрой амортизацией задолженности в меньшей степени подвержены рискам устаревания используемых технологий и изменения спроса;
- кредитный рейтинг (кредитная оценка при отсутствии присвоенного рейтинга), присвоенный потребителю/концеденту;
- возможности потребителя/концедента товаров/услуг по снижению затрат;
- прогноз стабильности конкурентоспособности товаров/услуг.

Дополнительно АКРА может рассматривать такие характеристики, как:

- зависимость от производственных процессов и участия в производственных цепочках, создающих конечные товары/услуги;
- зависимость от внешних контрагентов;
- конкуренция с многоцелевыми платформами.

Таблица 16. Конкурентоспособность проекта

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>А) Конкурентная позиция в течение периода амортизации рейтингуемой задолженности</u> Монопольное положение или очень ограниченная фактическая конкуренция на рынке в течение периода, превышающего 90% срока действия товара/услуги.</p> <p><i>И/или</i></p> <p><u>Б) Рейтинг или кредитная оценка АКРА, присвоенная потребителю/концеденту</u> AAA(RU).</p> <p><u>Возможности потребителя/концедента товаров/услуг</u> Потребитель/концедент может полностью переложить свои затраты на свою клиентскую базу / потребителей (например, вследствие применения регуляторных норм) без каких-либо проблем и неблагоприятных последствий.</p> <p><u>Прогноз стабильности конкурентоспособности продукта</u> Положение стабильно в долгосрочной или среднесрочной перспективе.</p>

aa	<p><u>А) Конкурентная позиция в течение периода амортизации рейтингуемой задолженности</u> Умеренная фактическая конкуренция на рынке в течение периода, не превышающего 50% срока действия товара/услуги. <i>И/или</i></p> <p><u>Б) Рейтинг или кредитная оценка АКРА, присвоенная потребителю/концеденту</u> Выше AA(RU).</p> <p><u>Возможности потребителя/концедента товаров/услуг</u> Потребитель/концедент товаров/услуг может переложить большую часть своих затрат на свою клиентскую базу / потребителей (например, вследствие применения регуляторных норм) без каких-либо проблем и неблагоприятных последствий. <u>Прогноз стабильности конкурентоспособности продукта</u> Положение стабильно в среднесрочной перспективе.</p>
a	<p><u>А) Конкурентная позиция в течение периода амортизации рейтингуемой задолженности</u> На рынке товара/услуги существует конкуренция, однако товар/услуга занимает прочную конкурентную позицию. <i>И/или</i></p> <p><u>Б) Рейтинг или кредитная оценка АКРА, присвоенная потребителю/концеденту</u> Выше A(RU).</p> <p><u>Возможности потребителя/концедента товаров/услуг</u> Потребитель/концедент товаров/услуг может переложить менее половины своих затрат на свою клиентскую базу / потребителей (например, вследствие применения регуляторных норм) без каких-либо проблем и неблагоприятных последствий. <u>Прогноз стабильности конкурентоспособности продукта</u> Умеренная волатильность.</p>
bbb	<p><u>А) Конкурентная позиция в течение периода амортизации рейтингуемой задолженности</u> В рамках проекта производится конкурентоспособный, но характеризующийся определенной спецификой / узким профилем применения продукт (в виде товара/услуги). Ожидается, что товар/услуга будет находиться в среднем (или выше среднего) сегменте рынка или уровень конкуренции может со временем меняться в умеренных пределах. <i>И/или</i></p> <p><u>Б) Рейтинг или кредитная оценка АКРА, присвоенная потребителю/концеденту</u> Выше BBB(RU).</p> <p><u>Возможности потребителя/концедента товаров/услуг</u> Потребитель/концедент товаров/услуг может переложить не более 35% своих затрат на свою клиентскую базу / потребителей. <u>Прогноз стабильности конкурентоспособности продукта</u> Периоды значительной волатильности.</p>
bb	<p><u>А) Конкурентная позиция в течение периода амортизации рейтингуемой задолженности</u> На рынке товара/услуги существует жесткая конкуренция, конкурентная позиция товара/услуги может варьироваться от средней до некоторой степени слабой и/или может существенно измениться с течением времени. <i>И/или</i></p> <p><u>Б) Рейтинг или кредитная оценка АКРА, присвоенная потребителю/концеденту</u> Выше BB(RU).</p> <p><u>Возможности потребителя/концедента товаров/услуг</u> Потребитель/концедент товаров/услуг может переложить не более 20% своих затрат на свою клиентскую базу / потребителей. <u>Прогноз стабильности конкурентоспособности продукта</u> Длительные периоды значительной волатильности.</p>
b	<p><u>А) Конкурентная позиция в течение периода амортизации рейтингуемой задолженности</u> На рынке товара/услуги существует жесткая конкуренция, конкурентная позиция товара/услуги слабая и с высокой долей вероятности может существенно ухудшиться с течением времени. <i>И/или</i></p>

	<p><u>Б) Рейтинг или кредитная оценка АКРА, присвоенная потребителю/концеденту</u> Выше В(RU).</p> <p><u>Возможности потребителя/концедента товаров/услуг</u> Потребитель/концедент товаров/услуг может переложить не более 10% своих затрат на свою клиентскую базу / потребителей.</p> <p><u>Прогноз стабильности конкурентоспособности продукта</u> Перманентная высокая волатильность.</p>
ссс-с	Объект/актив и/или конечный продукт полностью подвержены риску, связанному с конкуренцией. Проверенные/определенные данные о конкурентной позиции отсутствуют, либо конкурентная позиция слабая.

Источник: АКРА

5.2.1.2. Подверженность риску непредвиденных событий, включая юридические и законодательные риски

Ряд непредвиденных и неконтролируемых событий может влиять на жизнеспособность проекта в течение периода эксплуатации объекта, который зачастую достигает 20–30 лет. Наступление непредвиденных событий может становиться причиной внезапного и значительного снижения кредитоспособности Эмитента, основного акционера, заказчика/публичного партнера или иного крупного контрагента, оказывать негативное влияние на эффективность проекта, вести к снижению доходов и росту затрат. Наступление наиболее серьезных непредвиденных событий может радикально изменить параметры проекта или (при реализации наиболее негативных сценариев) привести к дефолту.

Непредвиденные рисковые события разнообразны, к ним могут относиться:

- сбои в поставках, волатильность на рынках сбыта, неполадки в инфраструктуре;
- акции протеста и забастовки;
- частичное или полное уничтожение активов;
- регуляторные и законодательные изменения;
- форс-мажорные события, включая войны, катаклизмы, эпидемии и пандемии;
- экологические катастрофы;
- сложности, связанные со страхованием.

В случае критической подверженности проекта наступлению рисковых событий АКРА может:

- применять дополнительные негативные корректировки к уровню кредитного рейтинга;
- увеличивать удельный вес данного субфактора при расчете совокупной оценки всех субфакторов;

- принять решение о понижении уровня максимально достижимого рейтинга в транзакции.

В рамках данного субфактора АКРА анализирует ряд характеристик, включая:

- диапазон возможных событий;
- вероятность наступления рискованных событий;
- объем потенциального ущерба и потерь в результате наступления рискованных событий;
- меры по снижению влияния определенных идентифицированных рискованных событий (если применимо).

Таблица 17. Подверженность риску непредвиденных событий, включая юридические и законодательные риски

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Величина потерь в случае реализации рискованных событий</u> Низкая.</p> <p><u>А) Вероятность наступления рискованных событий</u> Низкая. <i>И/или</i></p> <p><u>Б) Минимальный рейтинг или уровень кредитной оценки АКРА, присвоенный страховой компании, — AAA(RU)</u></p> <p><u>Объем страхового покрытия</u> Полный или основной объем потенциальных кредитных/рискованных событий покрывается страховкой или контрактами защиты. Страховые выплаты не подлежат дальнейшим изменениям или ограничениям.</p> <p><u>Осуществление страховых выплат</u> Своевременное или с минимальными задержками, которые не могут оказать существенного негативного влияния на поток платежей по рейтингуемой задолженности и могут оказать ограниченное негативное влияние на соблюдение финансовых ковенантов.</p>
aa	<p><u>Величина потерь в случае реализации рискованных событий</u> Умеренная или ниже средней.</p> <p><u>А) Вероятность наступления рискованных событий</u> Умеренная, ниже средней. <i>И/или</i></p> <p><u>Б) Минимальный рейтинг или уровень кредитной оценки АКРА, присвоенный страховой компании, — AA(RU)</u></p> <p><u>Объем страхового покрытия</u> Основной объем потенциальных кредитных/рискованных событий покрывается страховкой или контрактами защиты. Однако страховые выплаты могут подвергнуться частичному изменению или некоторым ограничениям.</p> <p><u>Осуществление страховых выплат</u> С минимальными задержками, которые не могут оказать существенного негативного влияния на поток платежей по рейтингуемой задолженности и могут оказать ограниченное негативное влияние на соблюдение финансовых ковенантов.</p>
a	<p><u>Величина потерь в случае реализации рискованных событий</u></p>

	<p>Средняя. С низкой вероятностью возможно возникновение рисков событий, защита от которых или компенсация последствий которых не предусмотрены.</p> <p><u>А) Вероятность наступления рисков событий</u> Средняя. <i>И/или</i></p> <p><u>Б) Минимальный рейтинг или уровень кредитной оценки АКРА, присвоенный страховой компании, — A(RU)</u></p> <p><u>Объем страхового покрытия</u> Часть потенциальных кредитных/рисковых событий покрывается страховкой или контрактами защиты. Страховые выплаты могут подвергнуться изменению или некоторым ограничениям.</p> <p><u>Осуществление страховых выплат</u> С незначительными задержками, которые не могут оказать существенного негативного влияния на поток платежей по рейтингуемой задолженности и могут оказать ограниченное негативное влияние на соблюдение финансовых ковенантов.</p>
bbb	<p><u>Величина потерь в случае реализации рисков событий</u> Выше средней.</p> <p><u>А) Вероятность наступления рисков событий</u> Выше средней. <i>И/или</i></p> <p><u>Б) Минимальный рейтинг или уровень кредитной оценки АКРА, присвоенный страховой компании, — BB(RU).</u></p> <p><u>Объем страхового покрытия</u> Ограниченное количество кредитных/рисковых событий покрывается страховкой или контрактами защиты. Страховые выплаты могут подвергнуться изменению или существенным ограничениям.</p> <p><u>Осуществление страховых выплат</u> С умеренными задержками, которые могут оказать ограниченное негативное влияние на поток платежей по рейтингуемой задолженности и на соблюдение финансовых ковенантов.</p>
bb	<p><u>Величина потерь в случае реализации рисков событий</u> Выраженная.</p> <p><u>А) Вероятность наступления рисков событий</u> Выраженная. <i>И/или</i></p> <p><u>Б) Минимальный рейтинг или уровень кредитной оценки АКРА, присвоенный страховой компании, — B(RU).</u></p> <p><u>Объем страхового покрытия</u> Ограниченное количество кредитных/рисковых событий покрывается страховкой или контрактами защиты. Механизмы защиты могут быть неясными, неполными, возможно отсутствие практики их применения.</p> <p><u>Осуществление страховых выплат</u> С задержками, которые могут оказать значительное негативное влияние на поток платежей по рейтингуемой задолженности и негативное влияние на соблюдение финансовых ковенантов.</p>
b	<p><u>Величина потерь в случае реализации рисков событий</u> Сильно выраженная.</p> <p><u>А) Вероятность наступления рисков событий</u> Сильно выраженная. <i>И/или</i></p> <p><u>Б) Минимальный рейтинг или уровень кредитной оценки АКРА, присвоенный страховой компании, — B(RU).</u></p> <p><u>Объем страхового покрытия</u></p>

	<p>Очень ограниченное количество кредитных/рисковых событий покрывается страховкой или контрактами защиты. Механизмы защиты могут быть неясными, неполными, возможно отсутствие практики их применения.</p> <p><u>Осуществление страховых выплат</u></p> <p>С большими задержками, которые могут оказать существенное негативное влияние на поток платежей по рейтингуемой задолженности и на соблюдение финансовых ковенантов.</p>
ССС-С	<p>Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.</p>

Источник: АКРА

5.2.2. Денежные потоки

В рамках данного базового фактора АКРА оценивает контроль Эмитента над чистым денежным потоком без учета принципиально важных изменений параметров проекта и риска несоблюдения контрактов (данные риски рассматриваются отдельно).

Стабильность денежного потока имеет первостепенное значение, поскольку данный показатель определяет вероятность, с которой задолженность может быть погашена в полном объеме до конца концессии, аренды, доступа к резервам поддержки, жизни активов и т. д.

В рамках фактора «Денежные потоки» рассматриваются два субфактора:

- а) прогнозируемость чистого денежного потока;
- б) риск рефинансирования.

5.2.2.1. Прогнозируемость чистого денежного потока

АКРА оценивает прогнозируемость чистого денежного потока с учетом потенциального риска несоответствия доходов Эмитента его расходам. Подобный дисбаланс может возникнуть в силу расхождения между обязательствами Эмитента и его реальными возможностями, например, при наличии обязательств по поставке продукции в течение операционной фазы даже в условиях нехватки основных материалов и сырья или при несвоевременной компенсации издержек со стороны публичного партнера. Дисбаланс может также возникнуть между фиксированным профилем запланированных доходов с одной стороны и расходами, полностью подверженными ценовым валютным рискам, а также рискам недостижения операционной доступности, с другой стороны. Несоответствие сроков может возникнуть, например, в случае задержки компенсации издержек Эмитента.

При определении степени подверженности доходов и расходов изменению цен и объемов спроса на производимую продукцию/предоставляемые услуги, а также при определении характера и степени любого несоответствия между доходами и расходами АКРА рассматривает аспекты, которые, помимо прочих, могут включать:

- степень прогнозируемости чистого денежного потока;
- продолжительность периода, в течение которого наблюдается несоответствие между доходами и расходами, а также уровень данного разрыва;

- степень подверженности рыночным рискам (включая практики хеджирования рыночных рисков, если применимо), касающимся цен и объемов;
- уровень прозрачности ценообразования;
- минимальный процент полностью законтрактованного чистого денежного потока и/или полной компенсации расходов;
- минимальный кредитный рейтинг (кредитная оценка при отсутствии установленного рейтинга) контрагента и/или публичного партнера, осуществляющих оплату при достижении эксплуатационной доступности/готовности проекта, достаточную для погашения задолженности, и/или контрагенту в рамках полностью и заранее законтрактованного чистого денежного потока или полной компенсации расходов;
- предусмотренную контрактом возможность вычетов в пользу возможных штрафов и пени из платежей поддержки и размер этих платежей;
- своевременность выплат и возмещения расходов;
- минимальный объем открытой валютной позиции вследствие наличия задолженности в валюте, отличной от валюты платежей;
- историю спроса на производимую продукцию/предоставляемые услуги;
- степень регуляторной поддержки.

Таблица 18. Прогнозируемость чистого денежного потока

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Степень прогнозируемости чистого денежного потока</u> Очень высокая.</p> <p><u>Степень несогласованности денежного потока и несоответствия доходов расходам</u> Очень незначительная.</p> <p><u>Продолжительность периода, в течение которого наблюдается несоответствие</u> Несоответствие практически не наблюдается.</p> <p><u>Степень подверженности рыночным рискам, касающимся цен и объемов производства/предоставляемых услуг</u> Очень низкая.</p> <p><u>Уровень прозрачности ценообразования</u> Высокий и/или полностью компенсируется поддержкой контрагента, имеющего высокий кредитный рейтинг (кредитную оценку).</p> <p><u>Минимальный процент полностью законтрактованного чистого денежного потока и/или полной компенсации расходов</u> 100%.</p> <p><u>Минимальный кредитный рейтинг (кредитная оценка) контрагента и/или ПП, осуществляющих оплату при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности), и/или контрагента в рамках полностью и заранее законтрактованного чистого денежного потока или полной компенсации расходов</u> AAA(RU). ИЛИ</p>

	<p>Оплата при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности) и /или полностью и заранее законтрактованном чистом денежном потоке осуществляется гранулированным диверсифицированным пулом компаний, составляющих подавляющую долю регулируемого экономического сектора РФ.</p> <p><u>Вычеты из платежей поддержки</u> Отсутствуют.</p> <p><u>Своевременность выплат и возмещения расходов</u> Своевременные.</p> <p><u>Минимальная доля валюты в российских рублях и/или в валюте иных стран, входящих в ЕврАзЭС (без использования валютного свопа для контрагента с кредитным рейтингом или кредитной оценкой на уровне AAA(RU))</u> 100%.</p> <p><u>История спроса</u> Более семи лет и без существенных пробелов и/или полностью компенсируется поддержкой контрагента с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) AAA(RU).</p> <p><u>Степень регуляторной поддержки</u> Высокая.</p>
aa	<p><u>Степень прогнозируемости чистого денежного потока</u> Высокая.</p> <p><u>Степень несогласованности денежного потока и несоответствия доходов расходам</u> Незначительная.</p> <p><u>Продолжительность периода, в течение которого наблюдается несоответствие</u> Несущественная.</p> <p><u>Степень подверженности рыночным рискам, касающимся цен и объемов производства/предоставляемых услуг</u> Низкая.</p> <p><u>Уровень прозрачности ценообразования</u> Высокий и/или полностью компенсируется поддержкой контрагента, имеющего высокий кредитный рейтинг (кредитную оценку).</p> <p><u>Минимальный процент полностью законтрактованного чистого денежного потока и/или полной компенсации расходов</u> 90%.</p> <p><u>Минимальный кредитный рейтинг (кредитная оценка) контрагента и/или ПП, осуществляющих оплату при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности), и/или контрагента в рамках полностью и заранее законтрактованного чистого денежного потока или полной компенсации расходов</u> AA(RU). ИЛИ</p> <p>Оплата при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности) и /или полностью и заранее законтрактованном чистом денежном потоке осуществляется гранулированным диверсифицированным пулом компаний, составляющих существенную долю регулируемого экономического сектора РФ.</p> <p><u>Вычеты из платежей поддержки</u> Возможны незначительные вычеты.</p> <p><u>Своевременность выплат и возмещения расходов</u> Своевременные или с несущественными задержками.</p> <p><u>Минимальная доля валюты в российских рублях и/или в валюте иных стран, входящих в ЕврАзЭС (без использования валютного свопа для контрагента с кредитным рейтингом или кредитной оценкой на уровне AAA(RU))</u> 100%.</p> <p><u>История спроса</u> Более пяти лет и без существенных пробелов и/или полностью компенсируется поддержкой контрагента с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) не ниже AA(RU).</p> <p><u>Степень регуляторной поддержки</u> Значительная.</p>

a	<p><u>Степень прогнозируемости чистого денежного потока</u> Средняя/выше средней.</p> <p><u>Степень несогласованности денежного потока и несоответствия доходов расходам</u> Умеренная, несоответствия управляемы.</p> <p><u>Продолжительность периода, в течение которого наблюдается несоответствие</u> Относительно небольшая.</p> <p><u>Степень подверженности рыночным рискам, касающимся цен и объемов производства продукции/предоставляемых услуг</u> Средняя. Механизмы поддержки часто покрывают риски, касающиеся цен или объемов. Ограниченный риск снижения незаконтракованной цены/объема производства/предоставляемых услуг.</p> <p><u>Уровень прозрачности ценообразования</u> Выше среднего и/или полностью компенсируется поддержкой контрагента, имеющего высокий кредитный рейтинг (кредитную оценку).</p> <p><u>Минимальный процент полностью законтракованного чистого денежного потока и/или полной компенсации расходов</u> 70%.</p> <p><u>Минимальный кредитный рейтинг (кредитная оценка) контрагента и/или ПП, осуществляющих оплату при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности), и/или контрагента в рамках полностью и заранее законтракованного чистого денежного потока или полной компенсации расходов</u> A(RU). ИЛИ Оплата при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности) и /или полностью и заранее законтракованном чистом денежном потоке осуществляется гранулированным диверсифицированным пулом компаний, составляющих существенную долю одного из стратегически важных экономических секторов РФ.</p> <p><u>Вычеты из платежей поддержки</u> Возможны незначительные вычеты.</p> <p><u>Своевременность выплат и возмещения расходов</u> Своевременные или с несущественными задержками.</p> <p><u>Минимальная доля валюты в российских рублях и/или в валюте иных стран, входящих в ЕврАзЭС (без использования валютного свопа для контрагента с кредитным рейтингом или кредитной оценкой на уровне AAA(RU))</u> 100%.</p> <p><u>История спроса</u> Более пяти лет и без существенных пробелов и/или полностью компенсируется поддержкой контрагента с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) на уровне A(RU).</p> <p><u>Степень регуляторной поддержки</u> Умеренная.</p>
bbb	<p><u>Степень прогнозируемости чистого денежного потока</u> Немного ниже средней.</p> <p><u>Степень несогласованности денежного потока и несоответствия доходов расходам</u> Немного выше средней.</p> <p><u>Продолжительность периода, в течение которого наблюдается несоответствие</u> Местами существенная.</p> <p><u>Степень подверженности рыночным рискам, касающимся цен и объемов производства/предоставляемых услуг</u> Выше средней. Механизмы поддержки часто покрывают риски, касающиеся цен или объемов. Незаконтракованные предварительно поставки товаров/услуг могут выигрывать ввиду очень хорошо зарекомендовавших себя рынков сбыта (например, товарного рынка).</p> <p><u>Уровень прозрачности ценообразования</u> Ниже среднего.</p> <p><u>Минимальный процент полностью законтракованного чистого денежного потока и/или полной компенсации расходов</u> 50%.</p>

	<p><u>Минимальный кредитный рейтинг (кредитная оценка) контрагента и/или ПП, осуществляющих оплату при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности), и/или контрагента в рамках полностью и заранее законтрактованного чистого денежного потока или полной компенсации расходов</u> BBB(RU).</p> <p>ИЛИ</p> <p>Оплата при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности) и /или полностью и заранее законтрактованном чистом денежном потоке осуществляется относительно диверсифицированным пулом компаний.</p> <p><u>Вычеты из платежей поддержки</u> Возможны умеренные вычеты.</p> <p><u>Своевременность выплат и возмещения расходов</u> Своевременные или с незначительными задержками.</p> <p><u>Минимальная доля валюты в российских рублях и/или в валюте иных стран, входящих в ЕврАзЭС (без использования валютного свопа для контрагента с кредитным рейтингом или кредитной оценкой на уровне AAA(RU))</u> 90%.</p> <p><u>История спроса</u> Менее пяти лет и с возможными незначительными пробелами и/или полностью компенсируется поддержкой контрагента с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) BBB(RU).</p> <p><u>Степень регуляторной поддержки</u> Ограниченная.</p>
bb	<p><u>Степень прогнозируемости чистого денежного потока</u> Низкая.</p> <p><u>Степень несогласованности денежного потока и несоответствия доходов расходам</u> Высокая.</p> <p><u>Продолжительность периода, в течение которого наблюдается несоответствие</u> В течение длительного периода возможны существенные несоответствия.</p> <p><u>Степень подверженности рыночным рискам, касающимся цен и объемов производства/предоставляемых услуг</u> Высокая. Механизмы поддержки часто покрывают риски, касающиеся цен или объемов. Незаконтрактованный элемент подвержен рыночным рискам, либо договор, определяющий цену и объем поставок продукции/услуг, отсутствует, но при этом есть хорошо зарекомендовавшие себя рынки.</p> <p><u>Уровень прозрачности ценообразования</u> Низкий.</p> <p><u>Минимальный процент полностью законтрактованного чистого денежного потока и/или полной компенсации расходов</u> 30%.</p> <p><u>Минимальный кредитный рейтинг (кредитная оценка) контрагента и/или ПП, осуществляющих оплату при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности), и/или контрагента в рамках полностью и заранее законтрактованного чистого денежного потока или полной компенсации расходов</u> BB(RU).</p> <p>ИЛИ</p> <p>Оплата при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности) и /или полностью и заранее законтрактованном чистом денежном потоке осуществляется несколькими компаниями.</p> <p><u>Вычеты из платежей поддержки</u> Очень значительные вычеты.</p> <p><u>Своевременность выплат и возмещения расходов</u> Неопределенность в отношении сроков выплат и возмещения расходов или высокая вероятность существенных задержек.</p> <p><u>Минимальная доля валюты в российских рублях и/или в валюте иных стран, входящих в ЕврАзЭС (без использования валютного свопа для контрагента с кредитным рейтингом или кредитной оценкой на уровне AAA(RU))</u> 70%.</p>

	<p><u>История спроса</u> Менее двух лет и/или с существенными пробелами. <u>Степень регуляторной поддержки</u> Низкая.</p>
b	<p><u>Степень прогнозируемости чистого денежного потока</u> Очень низкая. <u>Степень несогласованности денежного потока и несоответствия доходов расходам</u> Очень высокая. <u>Продолжительность периода, в течение которого наблюдается несоответствие</u> Продолжительный период, возможны несоответствия вплоть до критических уровней. <u>Степень подверженности рыночным рискам, касающимся цен и объемов производства/предоставляемых услуг</u> Очень высокая. <u>Уровень прозрачности ценообразования</u> Очень низкий. <u>Минимальный процент полностью законтрактованного чистого денежного потока и/или полной компенсации расходов</u> 10%. <u>Минимальный кредитный рейтинг (кредитная оценка) контрагента и/или ПП, осуществляющих оплату при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности), и/или контрагента в рамках полностью и заранее законтрактованного чистого денежного потока или полной компенсации расходов</u> B(RU). <u>Вычеты из платежей поддержки</u> Почти критический объем вычетов. <u>Своевременность выплат и возмещения расходов</u> Значительная неопределенность в отношении сроков выплат и возмещения расходов. <u>Минимальная доля валюты в российских рублях и/или в валюте иных стран, входящих в ЕврАзЭС (без использования валютного свопа для контрагента с кредитным рейтингом или кредитной оценкой, если применимо АКРА на уровне AAA(RU))</u> 50%. <u>История спроса</u> Менее одного года и/или с существенными пробелами. <u>Степень регуляторной поддержки</u> Очень низкая или отсутствие регуляторной поддержки.</p>
ccc-c	<p><u>Степень прогнозируемости чистого денежного потока</u> Критически низкая. <u>Степень несогласованности денежного потока и несоответствия доходов расходам</u> Критически высокая. <u>Продолжительность периода, в течение которого наблюдается несоответствие</u> Критически продолжительный период. <u>Степень подверженности рыночным рискам, касающимся цен и объемов производства/предоставляемых услуг</u> Максимальная. <u>Уровень прозрачности ценообразования</u> Непрозрачное ценообразование. <u>Минимальный процент полностью законтрактованного чистого денежного потока и/или полной компенсации расходов</u> 0%. <u>Минимальный кредитный рейтинг (кредитная оценка) контрагента и/или ПП, осуществляющих оплату при эксплуатационной доступности/готовности проекта (достаточной для погашения задолженности), и/или контрагента в рамках полностью и заранее законтрактованного чистого денежного потока или полной компенсации расходов</u> <u>Не выше</u> CCC(RU). <u>Вычеты из платежей поддержки</u> Полная неопределенность.</p>

	<p><u>Своевременность выплат и возмещения расходов</u> Очень высокая вероятность критических задержек.</p> <p><u>Минимальная доля валюты в российских рублях и/или в валюте иных стран, входящих в ЕврАзЭС (без использования валютного свопа для контрагента с кредитным рейтингом или кредитной оценкой, если применимо АКРА на уровне AAA(RU)).</u> 30%.</p> <p><u>История спроса</u> Менее одного года или отсутствует.</p> <p><u>Степень регуляторной поддержки</u> Регуляторная поддержка отсутствует.</p>
--	--

Источник: АКРА

5.2.2.2. Риск рефинансирования

В рамках данного субфактора АКРА проводит анализ рисков, связанных с необходимостью рефинансирования непогашенной рейтингуемой задолженности, которое осуществляется путем привлечения средств на рынках капитала в течение срока действия проектного договора или на дату погашения, установленную в транзакционной документации.

Базовое допущение АКРА заключается в том, что задолженность по проекту амортизируется полностью без необходимости рефинансирования, соответственно, данный риск не рассматривается в рамках большинства традиционных транзакций проектного финансирования. Проекты, как правило, имеют более низкие рейтинги в случае необходимости доступа к долговому рынку для рефинансирования. Более того, выраженный или неизбежный риск рефинансирования может привести к тому, что присвоенный итоговый рейтинг будет ниже рейтинга, основанного на совокупной оценке всех прочих элементов.

При анализе данного субфактора АКРА рассматривает различные характеристики, включая следующие, но не ограничиваясь ими:

- кредитный рейтинг (кредитная оценка в случае отсутствия присвоенного кредитного рейтинга), присвоенный контрагенту, принимающему на себя риск рефинансирования в полном объеме;
- максимальный объем непогашенной задолженности на стадии планирования рефинансирования;
- степень потребности в рефинансировании;
- ожидаемое влияние рефинансирования на показатели кредитного плеча и покрытия;
- наличие предусмотренных структурой сделки механизмов турбовыплат;
- предполагаемый объем денежных потоков и их надежность на момент рефинансирования в сравнении с объемом средств, подлежащих рефинансированию, включая свободные денежные потоки, доступные для обслуживания долга (cash flow available for debt servicing, CFADS);

- устойчивость показателей проекта к риску рефинансирования в различных сценариях;
- доступность механизмов снижения рисков рефинансирования, таких как увеличение маржи, резервирование денежных средств, увеличение прав кредиторов задолго до погашения долга;
- вероятность подверженности риску рефинансирования до достижения стабильной эксплуатации объекта в течение двух-трех лет;
- востребованность рефинансируемого проекта на рынке.

Таблица 19. Риск рефинансирования

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) АКРА, присвоенный контрагенту, принимающему на себя риск рефинансирования в полном объеме AAA(RU).</u> Или</p> <p><u>Максимальный объем непогашенной задолженности на стадии планирования рефинансирования</u> Не более 1%.</p> <p><u>Степень потребности в рефинансировании</u> Рефинансирование опционально / очень низкая степень.</p> <p><u>Ожидаемое влияние рефинансирования на показатели кредитного плеча и покрытия</u> Несущественное.</p> <p><u>Использование механизма турбовыплат</u> Используется.</p> <p><u>Предполагаемый объем денежных потоков и их надежность на момент рефинансирования в сравнении с объемом средств, подлежащих рефинансированию, включая CFADS</u> Очень высокий.</p> <p><u>Устойчивость показателей проекта к риску рефинансирования в различных сценариях</u> Очень высокая.</p> <p><u>Доступность механизмов снижения рисков рефинансирования, таких как увеличение маржи, резервирование денежных средств, увеличение прав кредиторов задолго до погашения долга</u> Проектная документация предоставляет широкий диапазон механизмов снижения рисков рефинансирования.</p> <p><u>Вероятность подверженности риску рефинансирования до достижения стабильной эксплуатации объекта в течение двух-трех лет</u> Отсутствует.</p> <p><u>Востребованность рефинансируемого проекта на рынке</u> Востребованный уникальный проект.</p>
aa	<p><u>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) АКРА, присвоенный контрагенту, принимающему на себя риск рефинансирования в полном объеме AA(RU).</u> Или</p> <p><u>Максимальный объем непогашенной задолженности на стадии планирования рефинансирования</u> Менее 2%.</p> <p><u>Степень потребности в рефинансировании</u> Низкая степень.</p> <p><u>Ожидаемое влияние рефинансирования на показатели кредитного плеча и покрытия</u> Ограниченное.</p> <p><u>Использование механизма турбовыплат</u></p>

	<p>Используется.</p> <p><u>Предполагаемый объем денежных потоков и их надежность на момент рефинансирования в сравнении с объемом средств, подлежащих рефинансированию, включая CFADS</u></p> <p>Высокий.</p> <p><u>Устойчивость показателей проекта к риску рефинансирования в различных сценариях</u></p> <p>Высокая.</p> <p><u>Доступность механизмов снижения рисков рефинансирования, таких как увеличение маржи, резервирование денежных средств, увеличение прав кредиторов задолго до погашения долга</u></p> <p>Проектная документация предоставляет широкий диапазон механизмов снижения рисков рефинансирования.</p> <p><u>Вероятность подверженности риску рефинансирования до достижения стабильной эксплуатации объекта в течение двух-трех лет</u></p> <p>Крайне низкая.</p> <p><u>Востребованность рефинансируемого проекта на рынке</u></p> <p>Востребованный и/или уникальный проект.</p>
a	<p><u>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) АКРА, присвоенный контрагенту, принимающему на себя риск рефинансирования в полном объеме</u></p> <p>A(RU).</p> <p><i>Или</i></p> <p><u>Максимальный объем непогашенной задолженности на стадии планирования рефинансирования</u></p> <p>Менее 3%.</p> <p><u>Степень потребности в рефинансировании</u></p> <p>Умеренная степень.</p> <p><u>Ожидаемое влияние рефинансирования на показатели кредитного плеча и покрытия</u></p> <p>Ограниченное.</p> <p><u>Использование механизма турбовыплат</u></p> <p>Используется.</p> <p><u>Предполагаемый объем денежных потоков и их надежность на момент рефинансирования в сравнении с объемом средств, подлежащих рефинансированию, включая CFADS</u></p> <p>Выше среднего / средний.</p> <p><u>Устойчивость показателей проекта к риску рефинансирования в различных сценариях</u></p> <p>Выше средней / средняя.</p> <p><u>Доступность механизмов снижения рисков рефинансирования, таких как увеличение маржи, резервирование денежных средств, увеличение прав кредиторов задолго до погашения долга</u></p> <p>Проектная документация предоставляет несколько ключевых механизмов снижения рисков рефинансирования.</p> <p><u>Вероятность подверженности риску рефинансирования до достижения стабильной эксплуатации объекта в течение двух-трех лет</u></p> <p>Низкая.</p> <p><u>Востребованность рефинансируемого проекта на рынке</u></p> <p>Востребованный, но не уникальный проект.</p>
bbb	<p><u>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) АКРА, присвоенный контрагенту, принимающему на себя риск рефинансирования в полном объеме</u></p> <p>A(RU).</p> <p><i>Или</i></p> <p><u>Максимальный объем непогашенной задолженности на стадии планирования рефинансирования</u></p> <p>Менее 5%.</p> <p><u>Степень потребности в рефинансировании</u></p> <p>Значительная степень.</p> <p><u>Ожидаемое влияние рефинансирования на показатели кредитного плеча и покрытия</u></p> <p>Существенное.</p> <p><u>Использование механизма турбовыплат</u></p> <p>Используется, но в ограниченном объеме.</p> <p><u>Предполагаемый объем денежных потоков и их надежность на момент рефинансирования в сравнении с объемом средств, подлежащих рефинансированию, включая CFADS</u></p>

	<p>Средний / ниже среднего. <u>Устойчивость показателей проекта к риску рефинансирования в различных сценариях</u> Средняя / ниже средней. <u>Доступность механизмов снижения рисков рефинансирования, таких как увеличение маржи, резервирование денежных средств, увеличение прав кредиторов задолго до погашения долга</u> Проектная документация предоставляет неполный диапазон механизмов снижения рисков рефинансирования. <u>Вероятность подверженности риску рефинансирования до достижения стабильной эксплуатации объекта в течение двух-трех лет</u> Низкая. <u>Востребованность рефинансируемого проекта на рынке</u> Востребованный, но не уникальный проект.</p>
bb	<p><u>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) АКРА, присвоенный контрагенту, принимающему на себя риск рефинансирования в полном объеме</u> BBB(RU). Или <u>Максимальный объем непогашенной задолженности на стадии планирования рефинансирования</u> Менее 10%. <u>Степень потребности в рефинансировании</u> Значительная степень. <u>Ожидаемое влияние рефинансирования на показатели кредитного плеча и покрытия</u> Существенное. <u>Использование механизма турбовыплат</u> Не используется или используется в ограниченном объеме. <u>Предполагаемый объем денежных потоков и их надежность на момент рефинансирования в сравнении с объемом средств, подлежащих рефинансированию, включая CFADS</u> Низкий. <u>Устойчивость показателей проекта к риску рефинансирования в различных сценариях</u> Средняя / ниже средней. <u>Доступность механизмов снижения рисков рефинансирования, таких как увеличение маржи, резервирование денежных средств, увеличение прав кредиторов задолго до погашения долга</u> Проектная документация предоставляет очень ограниченный диапазон механизмов снижения рисков рефинансирования. <u>Вероятность подверженности риску рефинансирования до достижения стабильной эксплуатации объекта в течение двух-трех лет</u> Существенная. <u>Востребованность рефинансируемого проекта на рынке</u> Ограниченная востребованность проекта.</p>
b	<p><u>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) АКРА, присвоенный контрагенту, принимающему на себя риск рефинансирования в полном объеме</u> BBB(RU). Или <u>Максимальный объем непогашенной задолженности на стадии планирования рефинансирования</u> 20%. <u>Степень потребности в рефинансировании</u> Значительная степень. <u>Ожидаемое влияние рефинансирования на показатели кредитного плеча и покрытия</u> Существенное. <u>Использование механизма турбовыплат</u> Не используется или используется в ограниченном объеме. <u>Предполагаемый объем денежных потоков и их надежность на момент рефинансирования в сравнении с объемом средств, подлежащих рефинансированию, включая CFADS</u> Низкий. <u>Устойчивость показателей проекта к риску рефинансирования в различных сценариях</u> Средняя / ниже средней.</p>

	<p><u>Доступность механизмов снижения рисков рефинансирования, таких как увеличение маржи, резервирование денежных средств, увеличение прав кредиторов задолго до погашения долга</u> Проектная документация предоставляет очень ограниченный диапазон механизмов снижения рисков рефинансирования. <u>Вероятность подверженности риску рефинансирования до достижения стабильной эксплуатации объекта в течение двух-трех лет</u> Существенная. <u>Востребованность рефинансируемого проекта на рынке</u> Ограниченная востребованность проекта.</p>
ссс-с	<p>Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.</p>

Источник: АКРА

5.2.3. Сложность объекта

В рамках данного фактора АКРА оценивает широкий спектр рисков, связанных со сложностью структуры объекта и с используемыми технологиями.

5.2.3.1. Сложность управления объектом и его обслуживания

В целях анализа обязательств Эмитента, связанных с управлением объектом и его обслуживанием, АКРА разделяет эти обязательства на две категории: управление нематериальной частью (УНЧ) и управление материальной частью (УМЧ).

К категории управления нематериальной частью, например, относятся: уборка территории и удаление мусора, очистка специализированных зон, управление комплексным толлингом, организация приготовления и доставки питания, управление приемным отделением больницы, обслуживание медицинского оборудования, организация транспортировки пациентов, ИТ-услуги, полное круглосуточное обслуживание/охрана объекта.

К категории управления материальной частью АКРА относит управление операционной эксплуатацией объектов и осуществление мелкого ремонта, поддержание дорожной разметки и знаков в надлежащем состоянии, замену компонентов систем отопления, вентиляции и водоснабжения.

Несмотря на то что указанные услуги одинаковы для большого количества проектов, объем и сложность каждого из них (учитывая ряд возможных специфических обязательств) могут значительно варьироваться даже в рамках одной отрасли.

При анализе данного субфактора АКРА рассматривает различные характеристики объекта, включая:

- соотношение простых и более сложных услуг, предоставляемых Эмитентом;
- степень важности предоставляемых услуг для заказчика/публичного партнера и/или населения;
- временные рамки предоставления услуг (например, необходимость круглосуточного обслуживания объекта и управления им, работа в выходные и т. д.);

- потребность в специализированных кадрах и/или в использовании специализированного оборудования для обслуживания объекта (например, научно-исследовательского);
- закрытый или специализированный статус обслуживаемого объекта.

Таблица 20. Сложность управления объектом и его обслуживания

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Операционные обязательства</u> Основная часть представлена простыми обязательствами, доля обязательств с повышенным уровнем сложности (например, очистка специализированных зон, управление комплексным толлингом, организация приготовления пищи и ее доставки, управление приемным отделением больницы, организация транспортировки пациентов, круглосуточное обслуживание/охрана объекта) очень ограничена.</p> <p><u>Сложности, обусловленные природой объекта</u> Дополнительные сложности в процессе эксплуатации объектов и управления ими могут возникнуть из-за специфических особенностей, связанных с природой объектов, проблемами доступа к ним и/или их частичным устареванием (объекты были унаследованы).</p>
aa	<p><u>Операционные обязательства</u> Незначительный перевес в сторону более простых услуг.</p> <p><u>Сложности, обусловленные природой объекта</u> Дополнительные сложности в процессе эксплуатации объектов и управления ими могут возникнуть из-за специфических особенностей, связанных с природой объектов, проблемами доступа к ним и/или их частичным устареванием (объекты были унаследованы).</p>
a	<p><u>Операционные обязательства</u> Незначительный перевес в сторону более сложных услуг в совокупности с потенциальными рисками Эмитента, связанными с эксплуатацией сложного оборудования.</p> <p><u>Сложности, обусловленные природой объекта</u> Структура объектов, которым предоставляются услуги, усложнена и может включать в себя существенно устаревшие (унаследованные) элементы.</p>
bbb	<p><u>Операционные обязательства</u> Необходимость оказания комплексных услуг. Существуют дополнительные сложности эксплуатации и обслуживания объекта при повышенной подверженности рискам (например, в связи с применением военной техники, оказанием медицинских услуг или услуг в местах лишения свободы, осуществлением узкоспециализированных работ).</p> <p><u>Сложности, обусловленные природой объекта</u> Управление объектом подвержено риску в связи с использованием значительно устаревших (унаследованных) элементов.</p>
bb	<p><u>Операционные обязательства</u> Необходимость оказания комплексных услуг. Повышенная подверженность рискам в связи с осуществлением узкоспециализированных работ.</p> <p><u>Сложности, обусловленные природой объекта</u> Дополнительные сложности эксплуатации и управления могут возникнуть из-за сложной базы объектов, и/или проект подвержен значительно большим рискам, связанным с унаследованными элементами.</p>
b	<p><u>Операционные обязательства</u> Необходимость оказания комплексных услуг. Высокий уровень подверженности рискам в связи с осуществлением узкоспециализированных работ.</p> <p><u>Сложности, обусловленные природой объекта</u> Дополнительные сложности эксплуатации и управления могут возникнуть из-за крайне сложной и/или уникальной базы объектов, и/или проект подвержен очень большим рискам, связанным с унаследованными элементами.</p>
ccc-c	<p>Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.</p>

Источник: АКРА

5.2.3.2. Инженерно-техническое обеспечение и ремонт объектов проектного финансирования, включая работы по контракту жизненного цикла

Инженерно-техническое обеспечение и ремонт объекта проектного финансирования (ИТОР), в том числе в рамках контракта жизненного цикла (КЖЦ), включает замену дорогостоящего оборудования и/или выполнение капитального ремонта для поддержания эксплуатационного состояния объекта в течение срока проектного договора.

Оценка сложности инженерно-технического обеспечения и ремонта учитывает многие аспекты, связанные с операциями, относящимися к категории управления материальной частью (включая сложность актива, подлежащего замене), однако основное внимание уделяется долгосрочным требованиям к обслуживанию активов и ожидаемой стоимости обслуживания.

Объем работ может варьироваться от незначительного в силу отсутствия каких-либо значительных обязательств по инженерно-техническому обеспечению и ремонту, до масштабного, а работы могут оказаться чрезвычайно сложными и дорогостоящими, что может негативно повлиять на весь проект.

Как и в случае с обязательствами в рамках категории управления материальной частью, сложности, с которыми может столкнуться Эмитент в ходе инженерно-технического обеспечения и ремонта, во многом зависят от того, является объект новым и созданным специально для заданных целей или же имеет устаревшие компоненты, требующие реконструкции и перепрофилирования.

При анализе данного субфактора АКРА рассматривает различные характеристики объекта, включая:

- капитальные затраты, их прогнозируемость и возможность компенсации;
- применяемая технология, степень ее надежности и проверенности и опыт использования;
- сложность поддержания объекта в исправном состоянии и его ремонта, включая работы по контракту жизненного цикла;
- доля унаследованных объектов инфраструктуры;
- степень сложности обслуживания унаследованных объектов инфраструктуры;
- уровень проблемности унаследованных объектов инфраструктуры.

Таблица 21. Сложность инженерно-технического обеспечения и ремонта основных производственных объектов, включая работы по контракту жизненного цикла и капитальные затраты

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Капитальные затраты</u> Текущие капиталовложения и необходимое обслуживание характеризуются очень высокой степенью прогнозируемости, их объемы ограничены (или они могут быть полностью компенсированы).</p> <p><u>Применяемая технология, ее проверенность и опыт использования</u> Использование простой и проверенной с коммерческой точки зрения технологии (процесса) с применением оборудования/техники с относительно небольшим количеством подвижных частей.</p> <p><u>Сложность поддержания объекта в исправном состоянии и его ремонта</u> ИТОР (включая работы по КЖЦ) подразумевает простое обслуживание и ремонт нескольких сложных новых объектов.</p> <p><u>Доля унаследованных объектов инфраструктуры</u> Очень незначительна — единичные объекты.</p> <p><u>Степень сложности унаследованных объектов инфраструктуры</u> Низкая степень сложности.</p> <p><u>Уровень проблемности унаследованных объектов инфраструктуры</u> Значительные проблемы или обременительные требования отсутствуют.</p>
aa	<p><u>Капитальные затраты</u> Большая часть текущих капиталовложений и необходимого обслуживания характеризуется очень высокой степенью прогнозируемости, их объемы ограничены (или их большая часть может быть компенсирована).</p> <p><u>Применяемая технология, ее проверенность и опыт использования</u> Использование в основном простой и проверенной с коммерческой точки зрения технологии (процесса) с использованием оборудования/техники с относительно небольшим количеством подвижных частей.</p> <p><u>Сложность поддержания объекта в исправном состоянии и его ремонта</u> ИТОР (включая работы по КЖЦ) подразумевает обслуживание сложного нового объекта и его ремонт.</p> <p><u>Доля унаследованных объектов инфраструктуры</u> Присутствует незначительная доля унаследованных объектов инфраструктуры.</p> <p><u>Степень сложности унаследованных объектов инфраструктуры</u> Довольно сложные объекты, часть которых является новой, часть — унаследованной.</p> <p><u>Уровень проблемности унаследованных объектов инфраструктуры</u> Возможны незначительные проблемы или обременительные требования.</p>
a	<p><u>Капитальные затраты</u> Для поддержания производительности и эксплуатационной доступности объекта потребуются капиталовложения и техническое обслуживание, однако объем капвложений может быть уменьшен при наличии долгосрочного сервисного контракта (ДСК) с признанным и кредитоспособным поставщиком. Элементы выраженной концентрации риска отсутствуют.</p> <p><u>Применяемая технология, ее проверенность и опыт использования</u> Использование проверенной с коммерческой точки зрения технологии (процесса).</p> <p><u>Сложность поддержания объекта в исправном состоянии и его ремонта</u> Сложность унаследованных объектов инфраструктуры затрудняет ИТОР (включая работы по КЖЦ). Все новые объекты, возведенные в рамках проекта, характеризуются умеренной сложностью.</p> <p><u>Доля унаследованных объектов инфраструктуры</u> Умеренная доля унаследованных объектов инфраструктуры и обязательств по ним (например, по обновлению оборудования).</p> <p><u>Степень сложности унаследованных объектов инфраструктуры</u> Довольно сложные объекты.</p>

	<p><u>Уровень проблемности унаследованных объектов инфраструктуры</u> Присутствуют обременительные требования. Возможно наличие проблем, которые могут быть решены.</p>
bbb	<p><u>Капитальные затраты</u> Для поддержания производительности и операционной доступности объекта требуются активное базовое техническое обслуживание и программа капиталовложений. Сроки техобслуживания и объемы капиталовложений характеризуются хорошей степенью прогнозируемости. Наличие ДСК опционально.</p> <p><u>Применяемая технология, ее проверенность и опыт использования</u> Использование проверенной с коммерческой точки зрения технологии (процесса), однако при этом существуют некоторые операционные проблемы, касающиеся объекта или его типа.</p> <p><u>Сложность поддержания объекта в исправном состоянии и его ремонта</u> Проведение ИТОР (включая работы по КЖЦ) сопряжено с технологическими рисками, связанными с возведением/сборкой новых сложных конструкций/оборудования (например, высокотехнологичной техники или военной техники большого формата).</p> <p><u>Доля унаследованных объектов инфраструктуры</u> Умеренная доля унаследованных объектов инфраструктуры. Проект предполагает значительные обязательства по обновлению оборудования.</p> <p><u>Степень сложности унаследованных объектов инфраструктуры</u> Умеренно сложные объекты.</p> <p><u>Уровень проблемности унаследованных объектов инфраструктуры</u> Присутствуют значительные обременительные требования. Возможно наличие проблем.</p>
bb	<p><u>Капитальные затраты</u> Ожидается, что проекту потребуется широкомасштабная программа капиталовложений с существенной степенью неопределенности в отношении объемов затрат и сроков.</p> <p><u>Применяемая технология, ее проверенность и опыт использования</u> Основная часть используемых технологий (процессов) считается проверенной, однако некоторые элементы не проверены или опыт их использования ограничен.</p> <p><u>Сложность поддержания объекта в исправном состоянии и его ремонта</u> Проведение ИТОР (включая работы по КЖЦ) сопряжено с обслуживанием объектов и управлением технологическими рисками проектов, представляющих комбинацию больших сложных новых и унаследованных объектов инфраструктуры.</p> <p><u>Доля унаследованных объектов инфраструктуры</u> Значительная доля унаследованных объектов инфраструктуры.</p> <p><u>Степень сложности унаследованных объектов инфраструктуры</u> Сложные и масштабные объекты.</p> <p><u>Уровень проблемности унаследованных объектов инфраструктуры</u> Присутствуют значительные обременительные требования и проблемы, которые с высокой долей вероятности могут быть решены.</p>
b	<p><u>Капитальные затраты</u> Высокая степень неопределенности в отношении объема и сроков программы технического обслуживания.</p> <p><u>Применяемая технология, ее проверенность и опыт использования</u> Технология (процесс) в значительной мере не проверена временем. Случаи использования активов на протяжении нескольких лет, в течение которых уровень операционной производительности значительно отставал от отраслевых стандартов.</p> <p><u>Сложность поддержания объекта в исправном состоянии и его ремонта</u> Проведение ИТОР (включая работы по КЖЦ) сопряжено с обслуживанием и управлением технологическими рисками проектов, представляющих комбинацию больших сложных новых и унаследованных объектов инфраструктуры.</p> <p><u>Доля унаследованных объектов инфраструктуры</u> Большая доля унаследованных объектов инфраструктуры.</p> <p><u>Степень сложности унаследованных объектов инфраструктуры</u> Сложные и масштабные объекты.</p> <p><u>Уровень проблемности унаследованных объектов инфраструктуры</u></p>

	Присутствуют очень значительные обременительные требования и ощутимые сложности, связанные с низкой прогнозируемостью решения проблем.
ССС-С	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.2.3.3. Требования и стандарты производительности, режим вычетов и штрафов за несоответствие установленным стандартам

Анализ данного субфактора включает в себя оценку ряда аспектов, поскольку набор предоставляемых услуг, способов измерения производительности и возможных штрафов очень широк и может отличаться для различных объектов, заказчиков и публичных партнеров.

В рамках данного субфактора АКРА оценивает стандарты производительности, установленные заказчиками проекта, прозрачность и четкость механизма оплаты, режим вычетов и штрафов за несоответствие установленным стандартам и его возможное влияние на денежный поток Эмитента.

Заказчики проекта и публичные партнеры могут устанавливать практически любые стандарты производительности, которые они считают подходящими. Следовательно, требования, применимые к Эмитентам, могут варьироваться от очень мягких до крайне жестких с точки зрения вероятности и количества возможных вычетов и штрафов.

АКРА считает, что транзакции, в которых значительная часть дохода Эмитента не подлежит вычетам, связанным с производительностью, обеспечивают более надежный денежный поток для обслуживания долга. Более обременительный режим, как правило, включает вычеты, которые могут превышать совокупный доход Эмитента за определенный период, в результате чего отчисления по вычетам переходят из периода в период.

АКРА рассматривает режим вычетов и штрафов как излишне обременительный, если он подразумевает несоразмерные штрафы за сбои производительности. В крайних случаях исключительно обременительный режим вычетов и штрафов может стать причиной прекращения деятельности Эмитента в результате одного серьезного инцидента, приведшего к снижению производительности.

В большинстве случаев АКРА будет рассматривать мнение технического консультанта кредиторов о том, достижимы ли требуемые уровни производительности без каких-либо существенных вычетов и штрафов в рамках существующего механизма оплаты.

Таблица 22. Стандарты производительности, режим вычетов и штрафов за несоответствие установленным стандартам

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Механизм оплаты</u> Четко определен в проектной документации и соответствует стандартам для данного сектора индустрии.</p> <p><u>Обременительные требования к опытным подрядчикам</u> Отсутствуют.</p> <p><u>Обременительные требования к менее опытным подрядчикам</u> Отсутствуют.</p> <p><u>Подтверждение технического консультанта</u> Отсутствие обременительных требований подтверждается техническим консультантом.</p>
aa	<p><u>Механизм оплаты</u> Четко определен в проектной документации и соответствует стандартам для данного сектора индустрии.</p> <p><u>Обременительные требования к опытным подрядчикам</u> Отсутствуют.</p> <p><u>Обременительные требования к менее опытным подрядчикам</u> Некоторые элементы могут представлять проблему для менее опытного резервного подрядчика в случае замены основного.</p> <p><u>Подтверждение технического консультанта</u> Уровень обременительных требований подтверждается техническим консультантом.</p>
a	<p><u>Механизм оплаты</u> Основан на типичном формате для данного сектора индустрии, но не очень четко определен, что предполагает возможность возникновения вопросов в толковании.</p> <p><u>Обременительные требования к опытным подрядчикам</u> Режим является несколько обременительным и может представлять определенные трудности для выполнения на постоянной основе даже для опытного подрядчика.</p> <p><u>Обременительные требования к менее опытным подрядчикам</u> Режим является более обременительным и трудновыполнимым на постоянной основе для менее опытного подрядчика.</p> <p><u>Подтверждение технического консультанта</u> Уровень обременительных требований подтверждается техническим консультантом.</p>
bbb	<p><u>Механизм оплаты</u> Определен нечетко, что с высокой долей вероятности может привести к вопросам в толковании.</p> <p><u>Обременительные требования к опытным подрядчикам</u> Режим представляет определенные (в основном преодолимые) трудности для выполнения для опытного подрядчика.</p> <p><u>Обременительные требования к менее опытным подрядчикам</u> Режим является трудновыполнимым для менее опытного подрядчика.</p> <p><u>Подтверждение технического консультанта</u> Уровень обременительных требований подтверждается техническим консультантом.</p>
bb	<p><u>Механизм оплаты</u> Проработан плохо, что может привести к разнице в его интерпретации, что, в свою очередь, с высокой долей вероятности может стать причиной значительных вычетов / сбоев в предоставлении услуг (СПУ).</p> <p><u>Обременительные требования к опытным подрядчикам</u> Режим является трудновыполнимым для опытного подрядчика.</p> <p><u>Обременительные требования к менее опытным подрядчикам</u> Режим является крайне трудновыполнимым для менее опытного подрядчика.</p> <p><u>Подтверждение технического консультанта</u> Уровень обременительных требований не может быть полностью подтвержден техническим консультантом ввиду плохой проработки документации.</p>

b	<p><u>Механизм оплаты</u> Проработан плохо, содержит ошибки, которые с высокой долей вероятности могут привести к значительным вычетам / СПУ.</p> <p><u>Обременительные требования к подрядчикам</u> Режим является трудновыполнимым для любого подрядчика.</p> <p><u>Подтверждение технического консультанта</u> Уровень обременительных требований не подтверждается техническим консультантом ввиду плохой проработки документации.</p>
ссс-с	<p>Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.</p>

Источник: АКРА

5.2.3.4. Зеркальность проектного договора и договора с субподрядчиками, штрафы за сбой в предоставлении услуг, право ранней замены субподрядчика, право концедента на расторжение договора

Во многих проектно-финансовых транзакциях обязательства Эмитента частично или полностью передаются одному или нескольким субподрядчикам (СП). В случае привлечения нескольких субподрядчиков оценка АКРА обычно базируется на анализе условий договора с самым слабым с точки зрения кредитного качества субподрядчиком, входящим в число существенно важных для Эмитента, поскольку несоответствие такого субподрядчика одному требованию или триггеру сбой предоставления услуг (СПУ) может привести к расторжению заказчиком/публичным партнером (ПП) проектного соглашения.

При анализе данного субфактора АКРА рассматривает различные характеристики объекта, включая:

- условия договоров с субподрядчиками, определяющие порядок передачи обязательств Эмитента, содержащихся в проектных договорах (ПД), договорах с субподрядчиками;
- критерии указанных в проектном договоре проблем, связанных с производительностью;
- механизмы, доступные Эмитенту в соответствии с проектными договорами, которые обеспечивают возможность раннего вмешательства для улучшения ситуации или замены субподрядчиков;
- разница между требованиями к эффективности и штрафами, указанными в проектных договорах, и требованиями и штрафами, указанными в договоре с субподрядчиками;
- возможность списания (после замены субподрядчика) совокупных штрафов за сбой в предоставлении услуг.

Таблица 23. Зеркальность проектных договоров и договоров с субподрядчиками, штрафы за сбой в предоставлении услуг, право ранней замены субподрядчиков, право концедента на расторжение договора

Категория оценка фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Уровень триггера/дефолтов для получения штрафов за СПУ/вычетов</u> Уровни, установленные в договоре с СП, значительно ниже уровней в ПД. <u>Обнуление штрафов при замене СП (защита от расторжения договора)</u> Есть возможность обнуления накопленных штрафных начислений за СПУ / вычетов в соответствии с ПД (могут применяться определенные ограничения). <u>Минимальный льготный период для резервного СП</u> 180 календарных дней. <u>Ограничения замены СП</u> Возможны незначительные ограничения.</p>
aa	<p><u>Уровень триггера/дефолтов для получения штрафов за СПУ/вычетов</u> Уровни, установленные в договоре с СП, соответствуют уровням в ПД или ниже их. <u>Обнуление штрафов при замене СП</u> Ограниченная возможность обнуления накопленных штрафных начислений за СПУ / вычетов в соответствии с ПД. <u>Минимальный льготный период для резервного СП</u> 90 календарных дней. <u>Ограничения замены СП</u> Есть ограничения.</p>
a	<p><u>Уровень триггера/дефолтов для получения штрафов за СПУ/вычетов</u> Уровни, установленные в договоре с СП, соответствуют уровням в ПД. <u>Обнуление штрафов при замене СП</u> Ограниченная возможность обнуления части накопленных штрафных начислений за СПУ / вычетов в соответствии с ПД. <u>Минимальный льготный период для резервного СП</u> 30 календарных дней. <u>Ограничения замены СП</u> Есть ограничения.</p>
bbb	<p><u>Уровень триггера/дефолтов для получения штрафов за СПУ/вычетов</u> Уровни, установленные в договоре с СП, соответствуют уровням в ПД или незначительно выше них. <u>Обнуление штрафов при замене СП</u> Очень ограниченная возможность обнуления накопленных штрафных начислений за СПУ/вычетов в соответствии с ПД. <u>Минимальный льготный период для резервного СП</u> Льготный период может отсутствовать. <u>Ограничения замены СП</u> Есть ограничения.</p>
bb	<p><u>Уровень триггера/дефолтов для получения штрафов за СПУ/вычетов</u> Уровни, установленные в договоре с СП, соответствуют уровням в ПД или незначительно выше них. <u>Обнуление штрафов при замене СП</u> Может отсутствовать. <u>Минимальный льготный период для резервного СП</u> Льготный период может отсутствовать. <u>Ограничения замены СП</u> ПД может не предусматривать наличие заранее согласованного резервного СП.</p>

b	<u>Уровень триггера/дефолтов для получения штрафов за СПУ/вычетов</u> Уровни, установленные в договоре с СП, соответствуют уровням в ПД или значительно выше них. <u>Обнуление штрафов при замене СП</u> Не предусмотрено. <u>Минимальный льготный период для резервного СП</u> Льготный период может отсутствовать. <u>Ограничения замены СП</u> ПД не предусматривает наличие заранее согласованного резервного СП.
ссс-с	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.2.4. Контрактные, структурные и операционные аспекты

Характер контрактной структуры определяет возможную подверженность (и степень подверженности) чистых денежных потоков проекта рискам спроса и/или высоких издержек (относительно цены и доступности) и/или ценовому риску в течение периода, необходимого для полного погашения задолженности. Наличие указанных рисков предполагает возможность возникновения несоответствий между доходами и расходами.

Как правило, в основе проектов с более высоким рейтингом лежат долгосрочные контракты, предполагающие возмещение издержек, низкий уровень конкуренции, а также наличие кредитоспособных контрагентов.

5.2.4.1. Кредитный профиль субподрядчиков

Для оценки надежности положений по управлению материальной и нематериальной частью (УМЧ/УНЧ) в договоре с субподрядчиками, АКРА оценивает кредитное качество субподрядчика, на которого Эмитент имеет право возложить затраты на инженерно-техническое обслуживание и ремонт, включая контракт жизненного цикла, а также размер и качество залоговых компенсаторных инструментов, предоставляемых субподрядчиком.

АКРА рассматривает кредитное качество субподрядчиков, осуществляющих управление материальной и нематериальной частью, или их гарантов, поскольку стратегия Эмитента, нацеленная на снижение риска, связанного с управлением материальной и нематериальной частью, напрямую зависит от кредитного рейтинга (кредитной оценки) субподрядчиков в контексте его контрактных обязательств.

Если Эмитент заключает договоры с несколькими субподрядчиками, АКРА оценивает их совокупное кредитное качество, рассчитывая среднее кредитное качество, взвешенное по доле расходов на инженерно-техническое обслуживание и ремонт объекта проектного финансирования. АКРА может проанализировать дополнительные элементы кредитного качества, такие как относительная важность определенного субподрядчика для успешного осуществления проекта и простота замены определенного субподрядчика.

Если Эмитент/спонсор выполняет работу самостоятельно (без привлечения субподрядчика), АКРА, как правило, оценивает послужной список Эмитента и/или владельцев его капитала в сфере расчета бюджета проекта и управления затратами, а также важность этого проекта для репутации и бизнес-стратегии Эмитента/владельцев капитала.

Для оценки размера и качества залоговых компенсаторных инструментов, предоставляемых субподрядчиком, АКРА использует показатель качества компенсации штрафов. Данный показатель отражает соотношение кредитного качества субподрядчика и уровня штрафной компенсации, которую предоставляет субподрядчик, в процентном отношении к годовому вознаграждению субподрядчика.

АКРА также рассматривает влияние экзогенных механизмов поддержки обязательств субподрядчика, в число которых могут входить гарантии, поручительства и аккредитивы. Степень повышения кредитного качества субподрядчика экзогенными механизмами зависит от соотношения объема поддержки и обязательств субподрядчика, своевременности платежа по гарантиям и кредитного качества стороны, предоставляющей поддержку.

Таблица 24. Кредитный профиль субподрядчика

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Послужной список подрядчика</u> Обширный послужной список в области операционного и бюджетного управления, осуществления подобных проектов, включая возможное заключение контрактов.</p> <p><u>Отраслевая специализация подрядчика vs отраслевая принадлежность проекта</u> Проект относится к основной деятельности подрядчика.</p> <p><u>Репутационная составляющая</u> Невыполнение проекта приведет к значительному репутационному ущербу для спонсора/акционера.</p> <p><u>Качество компенсации штрафов</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП на уровне не ниже A(RU), размер залогового обеспечения с поправкой на стандартный уровень возмещения, предоставляемого СП, составляет не менее 10% от годового дохода СП; <i>или</i> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП на уровне не ниже BBB(RU), размер залогового обеспечения с поправкой на стандартный уровень возмещения, предоставляемого СП, составляет не менее 20% от годового дохода СП; <i>или</i> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП на уровне не ниже BB+(RU), размер залогового обеспечения с поправкой на стандартный уровень возмещения, предоставляемого СП, составляет не менее 50% от годового дохода СП; <i>или</i> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП на уровне не ниже BB-(RU), размер залогового обеспечения с поправкой на стандартный уровень возмещения, предоставляемого СП, составляет не менее 100% от годового дохода СП.</p>
aa	<p><u>Послужной список подрядчика</u> Обширный послужной список в области операционного и бюджетного управления, осуществления подобных проектов, включая возможное заключение контрактов.</p> <p><u>Отраслевая специализация подрядчика vs отраслевая принадлежность проекта</u> Проект относится к основной деятельности подрядчика.</p> <p><u>Репутационная составляющая</u> Невыполнение проекта приведет к значительному репутационному ущербу для спонсора/акционера.</p> <p><u>Качество компенсации штрафов</u></p>

	<p>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП на уровне не ниже BB+(RU) размер залогового обеспечения с поправкой на стандартный уровень возмещения, предоставляемого СП, составляет не менее 20% от годового дохода СП; <i>или</i></p> <p>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП на уровне не ниже BB-(RU), размер залогового обеспечения с поправкой на стандартный уровень возмещения, предоставляемого СП, составляет не менее 50% от годового дохода СП.</p>
a	<p><u>Послужной список подрядчика</u> Хороший послужной список в области операционного и бюджетного управления, осуществления подобных проектов, включая возможное заключение контрактов.</p> <p><u>Отраслевая специализация подрядчика vs отраслевая принадлежность проекта</u> Проект относится к одной из отраслей, в которых подрядчик осуществляет свою деятельность.</p> <p><u>Репутационная составляющая</u> Невыполнение проекта приведет к ограниченному репутационному ущербу для спонсора/акционера.</p> <p><u>Качество компенсации штрафов</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП на уровне не ниже BB-(RU), размер залогового обеспечения с поправкой на стандартный уровень возмещения, предоставляемого СП, составляет не менее 20% от годового дохода СП; <i>или</i></p> <p>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП на уровне не ниже B(RU), размер залогового обеспечения с поправкой на стандартный уровень возмещения, предоставляемого СП, составляет не менее 50% от годового дохода СП.</p>
bbb	<p><u>Послужной список подрядчика</u> Умеренный послужной список в области операционного и бюджетного управления, подрядчику придется выполнять ограниченный объем новых функций при осуществлении данного проекта.</p> <p><u>Отраслевая специализация подрядчика</u> Проект относится к одной из отраслей, в которых подрядчик осуществляет свою деятельность.</p> <p><u>Репутационная составляющая</u> Невыполнение проекта приведет к ограниченному репутационному ущербу для спонсора/акционера.</p> <p><u>Качество компенсации штрафов</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП на уровне не ниже B(RU), размер залогового обеспечения с поправкой на стандартный уровень возмещения, предоставляемого СП, составляет не менее 20% от годового дохода СП.</p>
bb	<p><u>Послужной список подрядчика</u> Ограниченный послужной список в области операционного и бюджетного управления, подрядчику придется выполнять значительный объем новых функций при осуществлении данного проекта.</p> <p><u>Отраслевая специализация подрядчика</u> Проект относится к одной отраслей, в которых подрядчик осуществляет свою деятельность.</p> <p><u>Репутационная составляющая</u> Невыполнение проекта может не привести к репутационному ущербу для спонсора/акционера.</p> <p><u>Качество компенсации штрафов</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП на уровне не ниже B(RU), размер залогового обеспечения с поправкой на стандартный уровень возмещения, предоставляемого СП, составляет не менее 10% от годового дохода СП.</p>
b	<p><u>Послужной список подрядчика</u> Подтвержденный опыт самостоятельного выполнения подобных проектов и способность подрядчика выполнять поставленные задачи вызывает озабоченность.</p> <p><u>Отраслевая специализация подрядчика</u> Проект не относится ни к одной из отраслей, в которых подрядчик осуществляет свою деятельность.</p> <p><u>Репутационная составляющая</u> Невыполнение проекта может не привести к репутационному ущербу для спонсора/акционера.</p> <p><u>Качество компенсации штрафов</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП на уровне не ниже B(RU), размер залогового обеспечения с поправкой на стандартный уровень возмещения, предоставляемого СП, составляет не более 10% от годового дохода СП.</p>

ссс-с	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.
-------	---

Источник: АКРА

5.2.4.2. Качество договоров эксплуатационного обслуживания оборудования

По мнению АКРА, самостоятельное выполнение Эмитентом/спонсором обязательств по инженерно-техническому обеспечению и ремонту объекта проектного финансирования (ИТОР) в рамках проекта увеличивает риски, связанные с данным субфактором, поскольку проектно-финансовые транзакции (включая государственно-частные партнерства) могут быть структурированы с использованием низкого уровня дополнительных резервов наличности для компенсации роста затрат. Несмотря на то что резерв на инженерно-техническое обеспечение и ремонт объекта проектного финансирования, включая резервы в рамках контракта жизненного цикла (КЖЦ), может уменьшить риск неравномерного графика расходов, данный резерв не снижает риск существенного увеличения затрат и/или радикального изменения профиля фактических затрат, существенно превышающих изначально запланированный бюджет.

АКРА рассматривает передачу обязательств по инженерно-техническому обеспечению и ремонту объекта проектного финансирования субподрядчику с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) не ниже BB(RU) как наиболее благоприятное решение для кредиторов по сравнению с самостоятельным выполнением инженерно-технического обеспечения и ремонта Эмитентом/спонсором. Как правило, такая передача обязательств обеспечивает высокий уровень защиты проекта от увеличения затрат на инженерно-техническое обеспечение и ремонт, за исключением случаев, когда субподрядчик не может выполнить обязательства по инженерно-техническому обеспечению и ремонту и/или нуждается в замене.

АКРА предполагает, что в рамках данного субфактора более высокие оценки получают проекты, в которых риски инженерно-технического обеспечения и ремонта объекта проектного финансирования, включая контракт жизненного цикла, полностью покрываются либо заказчиком/публичным партнером, либо субподрядчиком с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) не ниже BBB(RU). Для проектов, в рамках которых обязательства по инженерно-техническому обеспечению и ремонту объекта проектного финансирования выполняются самим Эмитентом/спонсором с кредитным качеством, оцениваемым на среднем уровне или на уровне ниже среднего, важно наличие у Эмитента/спонсора успешного опыта в области бюджетирования и управления инженерно-техническим обеспечением и ремонтом, в том числе в рамках контрактов жизненного цикла.

При анализе данного субфактора АКРА рассматривает различные характеристики объекта, включая следующие, но не ограничиваясь ими:

- риск субподрядчика, связанный с невыполнением обязательств по инженерно-техническому обеспечению и ремонту объекта проектного финансирования, в том числе в рамках контракта жизненного цикла;

- кредитный профиль субподрядчика;
- долю риска, принимаемого Эмитентом;
- опыт Эмитента/спонсора, включая опыт в отношении конкретного класса объектов и определенной юрисдикции;
- качество производственно-экономических отношений спонсоров Эмитента/владельцев капитала с субподрядчиком.

Таблица 25. Качество договора эксплуатационного обслуживания оборудования

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p>Риск СП, связанный с невыполнением обязательств по ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ</p> <p>Риск полностью передан СП.</p> <p><u>Кредитный профиль СП</u></p> <p>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП не ниже BBB(RU).</p> <p><u>Доля риска, принимаемая Эмитентом</u></p> <p>Эмитент подвержен только остаточному риску.</p> <p><u>Опыт спонсоров Эмитента/владельцев капитала</u></p> <p>Успешный обширный опыт выполнения обязательств по ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ, для объектов данного класса и юрисдикции.</p> <p><u>Отношения спонсоров Эмитента/владельцев капитала с СП</u></p> <p>Хорошие отношения с работоспособными профессиональными СП.</p>
aa	<p>Риск СП, связанный с невыполнением обязательств по ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ</p> <p>Риск полностью или частично передан СП.</p> <p><u>Кредитный профиль СП</u></p> <p>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП не ниже BB(RU).</p> <p><u>Доля риска, принимаемая Эмитентом</u></p> <p>Эмитент может быть в значительной степени подвержен риску.</p> <p><u>Опыт спонсоров Эмитента/владельцев капитала</u></p> <p>Успешный обширный опыт выполнения обязательств по ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ, для объектов данного класса и юрисдикции; возможность проведения тендера на выполнение работ по мере необходимости.</p> <p><u>Отношения спонсоров Эмитента/владельцев капитала с СП</u></p> <p>Хорошие отношения с работоспособными профессиональными СП.</p>
a	<p>Риск СП, связанный с невыполнением обязательств по ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ</p> <p>Риск для СП практически отсутствует.</p> <p><u>Кредитный профиль СП</u></p> <p>Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП не ниже BB-(RU).</p> <p><u>Доля риска, принимаемая Эмитентом</u></p> <p>Эмитент в значительной степени подвержен риску невыполнения контракта на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ.</p> <p><u>Опыт спонсоров Эмитента/владельцев капитала</u></p> <p>Умеренный частично подтвержденный опыт, при необходимости есть возможность организации и проведения тендера на выполнение работ.</p> <p><u>Отношения спонсоров Эмитента/владельцев капитала с СП</u></p> <p>Нормальные стабильные отношения с работоспособными профессиональными СП.</p>

bbb	<p>Риск СП, связанный с невыполнением обязательств по ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ СП практически не подвержен риску. <u>Кредитный профиль СП</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП не ниже ВВ-(RU). <u>Доля риска, принимаемая Эмитентом</u> Эмитент в значительной степени подвержен риску невыполнения контракта на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ. <u>Опыт спонсоров Эмитента/владельцев капитала</u> Небольшой подтвержденный опыт выполнения обязательств по контрактам на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ. <u>Отношения спонсоров Эмитента/владельцев капитала с СП</u> Стабильные отношения с большинством СП, есть неразрешенные конфликты с СП, выполняющими ограниченный объем работ.</p>
bb	<p>Риск СП, связанный с невыполнением обязательств по ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ СП не подвержен риску. <u>Кредитный профиль СП</u> Кредитный рейтинг (кредитная оценка) СП не ниже ВВ-(RU). <u>Доля риска, принимаемая Эмитентом</u> Эмитент крайне подвержен риску невыполнения контракта на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ. <u>Опыт спонсоров Эмитента /владельцев капитала</u> Очень ограниченный подтвержденный опыт выполнения обязательств по контракту на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ. <u>Отношения спонсоров Эмитента/владельцев капитала с СП</u> Способность спонсоров работать с СП на постоянной основе может быть неясна, и/или есть неразрешимые конфликты с СП, выполняющими значительную часть работ.</p>
b	<p>Сторона, отвечающая за выполнение работ по контракту на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ, имеет ограниченные ресурсы и/или спорный послужной список в сфере управления эксплуатационным обслуживанием оборудования.</p>
ccc-c	<p>Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.</p>

Источник: АКРА

5.2.4.3. Достаточность бюджета и мониторинг рыночной стоимости услуг по управлению материальной частью и управлению нематериальной частью проекта

В рамках анализа договорной базы с субподрядчиками АКРА учитывает достаточность контрактной стоимости оказания услуг субподрядчиков в течение всей жизни контракта, общую прогнозируемость расходов на управление материальной и/или нематериальной частью (УМЧ/УНЧ) по мере возможности, фактические расходы проекта и бюджет.

Договор с субподрядчиком, предусматривающий низкую стоимость его услуг, является негативным фактором для кредитного качества проекта, поскольку объем прибыли субподрядчика может быть недостаточным для: 1) мотивации для поддержания высокого уровня эффективности, 2) борьбы с незапланированными расходами, 3) привлечения резервного субподрядчика с высоким кредитным качеством для замены существующего субподрядчика. Последний элемент особенно важен, если стратегия по снижению рисков в транзакциях проектного финансирования (включая государственно-частные партнерства) напрямую зависит от субподрядчика, осуществляющего управление материальной и/или нематериальной частью. В данном случае при наступлении дефолта ключевого субподрядчика для успешного завершения

проекта может потребоваться замена на субподрядчика, предоставляющего более дорогие услуги.

В рамках данного субфактора АКРА оценивает уровень защищенности проекта от повышения стоимости его реализации с помощью установленных в проектном договоре сравнительных показателей производительности и их мониторинга/тестирования. Сравнительная оценка АКРА в отношении достаточности бюджета обычно учитывает отчет технического консультанта и объем расходов по другим сопоставимым проектам.

Если услуги по управлению материальной частью, как правило, не подвергаются сравнительному мониторингу показателей производительности, услуги по управлению нематериальной частью зачастую защищены указанным механизмом. Сравнительный мониторинг или тестирование рыночных показателей расходов на ряд услуг, осуществляемых Эмитентом, обычно производится с определенной периодичностью (например, каждые три-пять лет). Сравнительный мониторинг предусматривает сопоставление контрактной цены услуги со среднерыночной ценой эквивалентных услуг и последующую корректировку платы за операционную доступность с учетом разницы между ценами в проектном договоре и рыночными ценами. По результатам мониторинга в большинстве случаев не производится замена субподрядчика.

Контракты с субподрядчиками также содержат положения о мониторинге их производительности на основании сопоставления показателей их финансово-хозяйственной деятельности и фактической производительности с уровнями рыночных аналогов. Результаты данного мониторинга служат основой для пролонгации договоров с субподрядчиками на базе текущей стоимости услуг, а также (если применимо) для корректировки платы за доступность или замены действующего субподрядчика, если он не может конкурировать с рыночными ценами, установленными при тестировании предложений.

Проекты с применением механизмов мониторинга производительности и сравнительного тестирования могут достигать более высокой оценки по сравнению с остальными. Данное допущение также учитывает то, что замена субподрядчика по итогам тестирования может привести к кратковременному сбою и, соответственно, к более высоким вычетам.

По мнению АКРА, проекты, в рамках которых применяется только сравнительное тестирование договоров с субподрядчиками и которые защищают заказчика/публичного партнера от роста/снижения расходов/доходов, могут получать менее высокие оценки. При отсутствии возможности пересмотра рыночной цены и ее отражения (с учетом корректировки) в договоре с публичным партнером АКРА рассматривает подобные проекты наравне с проектами, где Эмитент/спонсор выполняет работу по управлению материальной и/или нематериальной частью самостоятельно и где сравнительное тестирование не предусмотрено. В данном случае Эмитент может быть вынужден периодически увеличивать комиссию субподрядчика, не имея при этом защиты от роста данных расходов в рамках проектного договора.

Таблица 26. Достаточность бюджета и мониторинг рыночной стоимости услуг по управлению материальной и/или нематериальной частью проекта

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Ценовой уровень в договоре с СП или уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями</u> Находится в верхнем диапазоне (70–100%).</p> <p><u>Максимальная частота сравнительного мониторинга или тестирования</u> Один раз в пять лет.</p> <p><u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Обширный подтвержденный опыт управления расходами на аналогичных проектах и в аналогичной юрисдикции.</p> <p><u>Степень прогнозируемости расходов</u> Высокая.</p>
aa	<p><u>Ценовой уровень в договоре с СП или уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями</u> Находится в диапазоне выше среднего (50–70%).</p> <p><u>Максимальная частота сравнительного мониторинга или тестирования</u> Один раз в пять лет.</p> <p><u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Хороший опыт управления расходами на аналогичных проектах и в аналогичной юрисдикции.</p> <p><u>Степень прогнозируемости расходов</u> Высокая.</p>
a	<p><u>Ценовой уровень в договоре с СП или уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями</u> Находится в среднем диапазоне или в диапазоне немного ниже среднего (40–50%).</p> <p><u>Максимальная частота сравнительного мониторинга или тестирования</u> Один раз в пять лет.</p> <p><u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Хороший опыт управления расходами на аналогичных проектах и в аналогичной юрисдикции.</p> <p><u>Степень прогнозируемости расходов</u> Высокая.</p>
bbb	<p><u>Ценовой уровень в договоре с СП или уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями</u> Находится в нижней трети диапазона (20–30%).</p> <p><u>Максимальная частота сравнительного мониторинга или тестирования</u> Один раз в пять лет.</p> <p><u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Ограниченный опыт управления расходами на аналогичных проектах и в аналогичной юрисдикции.</p> <p><u>Степень прогнозируемости расходов</u> Средняя.</p>
bb	<p><u>Ценовой уровень в договоре с СП или уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями</u> Находится в нижней трети диапазона (10–20%). Относительно низкий бюджет может частично компенсироваться большим опытом спонсоров.</p> <p><u>Максимальная частота сравнительного мониторинга или тестирования</u> Один раз в семь лет.</p> <p><u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Ограниченный опыт управления расходами на аналогичных проектах и в аналогичной юрисдикции.</p> <p><u>Степень прогнозируемости расходов</u> Ограниченная.</p>

b	<p><u>Ценовой уровень в договоре с СП или уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями</u> Находится по нижней границе диапазона (0–10%). Относительно низкий бюджет может частично компенсироваться большим опытом спонсоров.</p> <p><u>Максимальная частота сравнительного мониторинга или тестирования</u> Один раз более чем в семь лет.</p> <p><u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Очень ограниченный и не в полной мере подтвержденный опыт управления расходами на аналогичных проектах и в аналогичной юрисдикции.</p> <p><u>Степень прогнозируемости расходов.</u> Очень низкая.</p>
ссс-с	<p>Управление бюджетом и расходами, а также сравнительные показатели и ресурсы находятся или предположительно находятся на уровне, уступающем показателям, описанным во всех других категориях оценки (в рамках данной таблицы).</p>

Источник: АКРА

5.2.4.4. Качество плана инженерно-технического обеспечения и ремонта основных производственных объектов

Детальный подготовительный анализ бюджета инженерно-технического обеспечения и ремонта (ИТОР), в том числе в рамках контракта жизненного цикла, имеет исключительную важность, поскольку может существенно повлиять на финансовые и временные характеристики проекта.

Более высокая оценка в рамках данного субфактора может быть получена тем Эмитентом, бюджет которого или стоимость договора которого с субподрядчиком по инженерно-техническому обеспечению и ремонту выше отраслевых показателей.

В рамках анализа данного субфактора АКРА оценивает качество планирования и достаточность бюджета инженерно-технического обеспечения и ремонта, принимая во внимание различные характеристики, которые в том числе включают:

- использование полной независимой оценки технического консультанта;
- сравнительный уровень цен в договоре с субподрядчиком;
- сравнительный уровень бюджета, если Эмитент выполняет работы самостоятельно без привлечения субподрядчика;
- послужной список владельцев капитала/спонсоров.

АКРА также учитывает опыт Эмитента по сохранению уровня расходов в рамках бюджета.

Таблица 27. Качество плана инженерно-технического обеспечения и ремонта основных производственных объектов, в том числе в рамках контракта жизненного цикла

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Использование полной независимой оценки технического консультанта</u> Используется для оценок в рамках данного субфактора. <u>Ценовой уровень в договоре с СП или уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями на основе полной оценки затрат на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ</u> По мнению технического консультанта, находится в верхнем диапазоне (70–100%). <u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Обширный убедительный послужной список в сфере управления ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ.</p>
aa	<p><u>Использование полной независимой оценки технического консультанта</u> Используется для оценок в рамках данного субфактора. <u>Ценовой уровень в договоре с СП или уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями на основе полной оценки затрат на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ</u> По мнению технического консультанта, находится в диапазоне выше среднего (60–70%). <u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Обширный убедительный послужной список в сфере управления ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ.</p>
a	<p><u>Использование полной независимой оценки технического консультанта</u> Используется для оценок в рамках данного субфактора. <u>Ценовой уровень в договоре с СП или уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями на основе полной оценки затрат на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ</u> По мнению технического консультанта, находится в среднем диапазоне или в диапазоне чуть ниже среднего (40–50%). <u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Есть некоторый послужной список в сфере управления ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ.</p>
bbb	<p><u>Использование полной независимой оценки технического консультанта</u> Используется не для всех оценок в рамках данного субфактора. <u>Ценовой уровень в договоре с СП или уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями на основе полной оценки затрат на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ</u> По мнению технического консультанта, находится в нижней трети диапазона (20–30%). <u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Достаточный послужной список в сфере управления ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ, но, возможно, для другого типа проектов.</p>
bb	<p><u>Использование полной независимой оценки технического консультанта</u> Используется не для всех оценок в рамках данного субфактора. <u>Ценовой уровень в договоре с СП или уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями на основе полной оценки затрат на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ</u> По мнению технического консультанта, находится в нижней трети диапазона (10–20%). Высокая вероятность того, что цена не является достаточной. <u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Отсутствует достаточный послужной список в сфере управления ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ, для любого типа проектов.</p>
b	<p><u>Использование полной независимой оценки технического консультанта</u> Не используется. <u>Наблюдаемая стоимость эксплуатационного обслуживания оборудования</u> Выше исходных прогнозов.</p>

	<p><u>Ценовой уровень в договоре с СП в сравнении с типичными для данного сектора уровнями на основе полной оценки затрат на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ</u> Цена недостаточна / отсутствуют понимание объема будущих расходов и возможность их прогнозирования.</p> <p><u>Уровень бюджета (если Эмитент самостоятельно выполняет работы) в сравнении с типичными для данного сектора уровнями на основе полной оценки затрат на ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ</u> Бюджет недостаточен.</p> <p><u>Послужной список владельцев капитала/спонсоров</u> Отсутствует достаточный послужной список в сфере управления ИТОР, в том числе в рамках КЖЦ, для любого типа проектов.</p>
ссс-с	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.2.4.5. Резерв ликвидности

По мнению АКРА, ликвидность является основополагающим фактором для оценки кредитного качества проекта, поскольку при наличии достаточного запаса ликвидности проект способен противостоять периодическим сбоям в получении доходов из-за непредвиденных обстоятельств, включая операционные перебои и кратковременные задержки предоставления услуг.

В ходе анализа АКРА учитывает различные формы ликвидности, доступные для проекта в виде:

- резервов на обслуживание долга;
- резерва на инженерно-техническое обеспечение и ремонт;
- резервов на непредвиденные расходы и компенсацию затрат на привлечение дополнительной рабочей силы и материалов;
- резервов на юридические расходы;
- уровней и доступности оборотного капитала или других источников дополнительной ликвидности.

В рейтинговом анализе проектно-финансовой транзакции АКРА учитывает механизм фондирования резерва, который может включать следующие методы и их комбинации:

- полное фондирование резерва к моменту завершения строительного периода;
- частичное фондирование, осуществленное в последний день строительного периода, с дальнейшим фондированием посредством использования транзакционного денежного потока;
- полное фондирование исключительно посредством использования транзакционного денежного потока.

АКРА предполагает, что полное фондирование резерва к моменту завершения строительного периода является стандартным подходом к фондированию резервов в

проектно-финансовых транзакциях. Данный механизм при прочих равных условиях оценивается выше, чем методы фондирования, основанные на постепенном пополнении резервов посредством использования транзакционного денежного потока. По мнению АКРА, для анализа источников ликвидности важно оценивать не только размер доступного резерва ликвидности, но также его качество, сроки и ситуации, в которых данный резерв может быть доступен.

АКРА принимает в расчет только резерв ликвидности, размещаемый в банке с кредитным рейтингом АКРА (кредитной оценкой в случае отсутствия присвоенного рейтинга), не ниже AA(RU) и представленный в виде наличности или финансовых инструментов, которые предусматривают своевременную оплату неустойки и/или затрат на финансирование.

АКРА ожидает, что обязательства по поддержке ликвидности будут сопровождаться рейтинговыми триггерами, обеспечивающими доступ к резерву ликвидности в случае: 1) снижения кредитного рейтинга банка, предоставляющего поддержку ликвидности, ниже AA(RU); 2) отсутствия замены для банка, предоставляющего поддержку ликвидности.

АКРА также исходит из того, что любой источник поддержки ликвидности, используемый для преодоления последствий несоблюдения графика выплат, не может использоваться как источник компенсаторных платежей контрагентам для преодоления последствий их замены или расторжения проектного договора.

Резерв по обслуживанию долга

При оценке ликвидности проекта АКРА рассматривает размер и качество (наличные средства в сравнении с аккредитивом или поручительством) имеющегося резерва по обслуживанию долга (РОД, DSR). АКРА предполагает, что резерв, обеспечивающий обслуживание долговых обязательств Эмитента в течение шести месяцев при наступлении определенных событий, является стандартным элементом, включаемым в структуру любой проектно-финансовой транзакции. В то же время для проектов с более высокой волатильностью денежных потоков могут требоваться значительно более высокие уровни резерва по обслуживанию долга для достижения сопоставимого уровня рейтинга при прочих равных условиях.

Таблица 28. РОД (покрытие расходов в течение указанного количества месяцев)

aaa	12
aa	9
a	8–6
bbb	6–4
bb	3–2
b	1
ccc-c	0

Источник: АКРА

Резерв на инженерно-техническое обслуживание и ремонт

АКРА учитывает размер и качество резерва на инженерно-техническое обслуживание и ремонт для дополнительной оценки ликвидности, доступной для реализации проекта. Резерв на инженерно-техническое обслуживание и ремонт играет особенно важную роль для ряда проектов (даже при наличии резерва по обслуживанию долга), для которых актуальны следующие ситуации:

- затраты на инженерно-техническое обслуживание и ремонт являются существенными и/или имеют неравномерный профиль;
- существует лишь ограниченная доказательная база для обоснования применения технологии, используемой в рамках проекта;
- отсутствует долгосрочное соглашение об инженерно-техническом обслуживании и ремонте, или такое соглашение предусматривает передачу обязательств по обслуживанию стороннему контрагенту;
- существуют очень ограниченные возможности для компенсации расходов на техническое обслуживание и низкие уровни возмещения таких расходов.

Наличие качественных залоговых инструментов, поддерживающих обязательства Эмитента по инженерно-техническому обслуживанию и ремонту, является положительным фактором для резерва на инженерно-техническое обслуживание и ремонт.

Целевой размер резерва на инженерно-техническое обслуживание и ремонт обычно устанавливается с учетом капитальных расходов, необходимых для проведения инженерно-технического обслуживания и ремонта в течение определенного периода.

Таблица 29. Резерв на инженерно-техническое обслуживание и ремонт (покрытие капитальных расходов в течение указанного количества месяцев)

aaa	12–18
aa	8–12
a	8–6
bbb	6–4
bb	3–2
b	1
ccc-c	0

Источник: АКРА

Другие источники ликвидности

Помимо резерва по обслуживанию долга и резерва на инженерно-техническое обслуживание и ремонт, АКРА анализирует любые другие дополнительные источники ликвидности. Например, в рамках проекта могут быть предусмотрены значительные дополнительные операционные резервы (размещаемые в банке с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) не ниже A(RU)), возможность спонсирования обязательств по условному долевному участию и использование объектов оборотного капитала в структуре. Однако следует отметить, что дополнительные источники ликвидности не могут полностью заменять резерв по обслуживанию долга в структуре транзакции, в частности это касается проектов с кредитным рейтингом на уровне BBB(RU) и выше.

АКРА также анализирует объемы и виды страхования (страхование риска приостановки деятельности, страхование собственности, ответственности перед третьими лицами и т. д.), а также соответствие условий применяемых механизмов рыночным стандартам. Однако стоит отметить, что в рамках анализа АКРА не учитывает страхование как существенный источник повышения уровня ликвидности в рамках проекта.

5.2.4.6. Залоговое обеспечение и права инвесторов

АКРА оценивает данный субфактор с учетом трех составляющих:

- пакета залогового обеспечения;
- блокировки выплат спонсорам и владельцам капитала;
- события дефолта при нарушении условия по поддержанию минимального коэффициента покрытия долга (КПОД).

Пакет залогового обеспечения

АКРА предполагает, что по долговым обязательствам, которым в рамках проектно-финансовой транзакции присваиваются кредитные рейтинги, как правило, сформирован полный пакет залогового обеспечения с требованиями первой очереди.

Транзакционный пакет залогового обеспечения в том числе может включать:

- залог всех активов, создаваемых в ходе реализации проекта;
- залог всего имущества, приобретаемого в рамках проекта;
- залог прав денежного требования по гарантиям, выданным генеральным подрядчиком в пользу заемщика;
- залог прав на объекты интеллектуальной собственности и товарные знаки;
- залог права на аренду земельных участков, на которых расположены объекты строительства;
- залог на права по поручительствам участников концессионного соглашения;

- залог имущественных прав (требований) по соглашению государственно-частного партнерства (если применимо);
- залог прав денежного требования по концессионному соглашению;
- залог прав требований по поручительству акционеров;
- залог уступленных прав денежных требований по банковским гарантиям генерального подрядчика.

В крайних случаях нарушения Эмитентом своих обязательств и/или дефолта Эмитента инвесторы могут иметь право вмешиваться в ключевые транзакционные контракты и заменять Эмитента.

При прочих равных условиях отсутствие одного из важных видов залога или прав вмешательства инвесторов в транзакцию может привести к понижению уровня максимального достижимого рейтинга транзакции.

В случае недостаточности залогового обеспечения или отсутствия типичных структурных признаков его достаточности в проектно-финансовой транзакции, включая государственно-частные партнерства и концессионные транзакции, АКРА может прийти к выводу о невозможности присвоения рейтинга в рамках данной методологии.

Механизмы запрета выплаты дивидендов спонсорам и владельцам капитала

Механизм запрета выплаты дивидендов и осуществления других платежей в пользу спонсоров/владельцев капитала в стрессовых сценариях позволяет сохранить резервы наличности, что в свою очередь снижает риск дефолта и фокусирует внимание спонсора на устранении причин сокращения денежного потока.

По мнению АКРА, что стандартный триггер прекращения выплат владельцам капитала в транзакциях государственно-частного партнерства, основанных на принципе платы за операционную доступность, и проектно-финансовых транзакциях находится на уровне коэффициента покрытия долга 1,15–1,20х.

Событие дефолта при нарушении условия поддержания минимального коэффициента покрытия долга

По мнению АКРА, типичный уровень ковенанта по поддержанию минимального коэффициента покрытия долга (КПОД) для проекта должен превышать 1,05х. Более низкий уровень ковенанта снижает способность кредиторов вести переговоры со спонсорами/владельцами капитала или обеспечивать соблюдение их права на досрочное погашение облигаций (или другой формы рейтингуемого долга) до наступления события дефолта в связи с задержкой своевременных выплат. Полное отсутствие данного триггера обычно ассоциируется с проектами относительно низкого кредитного качества.

Таблица 30. Обеспечение и права инвесторов

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Пакет обеспечения</u> Владельцы рейтингуемых облигаций/долговых обязательств Эмитента имеют полный пакет залогового обеспечения с требованиями первой очереди. <u>Триггер вмешательства</u> Инвесторы имеют право вмешаться в процесс исполнения контрактов с ключевыми СП и заменять Эмитента, если КПОД опускается ниже 1,05х. <u>Триггер блокировки выплат</u> Выплаты спонсорам/владельцам капитала прекращаются при КПОД на уровне 1,20–1,15х.</p>
aa	<p><u>Пакет обеспечения</u> Владельцы рейтингуемых облигаций/долговых обязательств Эмитента имеют полный пакет залогового обеспечения с требованиями первой очереди. <u>Триггер вмешательства</u> Инвесторы имеют право вмешаться в процесс исполнения контрактов с ключевыми СП и заменять Эмитента, если КПОД опускается ниже 1,05х. <u>Триггер блокировки выплат</u> Выплаты спонсорам/владельцам капитала прекращаются при КПОД на уровне 1,15–1,12х.</p>
a	<p><u>Пакет обеспечения</u> Владельцы рейтингуемых облигаций/долговых обязательств Эмитента имеют полный пакет залогового обеспечения с требованиями первой очереди. <u>Триггер вмешательства</u> Инвесторы имеют право вмешаться в процесс исполнения контрактов с ключевыми СП и заменять Эмитента, если КПОД опускается ниже 1,05х. <u>Триггер блокировки выплат</u> Выплаты спонсорам/владельцам капитала прекращаются при КПОД на уровне 1,12–1,10х.</p>
bbb	<p><u>Пакет обеспечения</u> Владельцы рейтингуемых облигаций/долговых обязательств Эмитента имеют полный пакет залогового обеспечения с требованиями первой очереди. <u>Триггер вмешательства</u> Инвесторы имеют право вмешаться в процесс исполнения контрактов с ключевыми СП и заменять Эмитента, если КПОД опускается ниже 1,05х. <u>Триггер блокировки выплат</u> Выплаты спонсорам/владельцам капитала прекращаются при КПОД на уровне 1,10–1,08х.</p>
bb	<p><u>Пакет обеспечения</u> Владельцы рейтингуемых облигаций/долговых обязательств Эмитента имеют неполный пакет залогового обеспечения с требованиями первой очереди. <u>Триггер вмешательства</u> Инвесторы имеют право вмешаться в процесс исполнения контрактов с ключевыми СП и заменять Эмитента, если КПОД опускается ниже 1,05х. <u>Триггер блокировки выплат</u> Выплаты спонсорам/владельцам капитала прекращаются при КПОД на уровне 1,08–1,06х.</p>
b	<p><u>Пакет обеспечения</u> Владельцы рейтингуемых облигаций/долговых обязательств Эмитента имеют частичный пакет залогового обеспечения с требованиями первой очереди. <u>Триггер вмешательства</u> Инвесторы имеют право вмешаться в процесс исполнения контрактов с ключевыми СП и заменять Эмитента, если КПОД опускается ниже 1,04х. <u>Триггер блокировки выплат</u> Выплаты спонсорам/владельцам капитала прекращаются при КПОД ниже 1,06–1,05х.</p>
ccc-c	<p>Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.</p>

Источник: АКРА

5.2.5. Характеристики участников проекта и их взаимодействие

5.2.5.1. Промышленная логика и согласованность экономических интересов ключевых сторон сделки

В рамках данного субфактора АКРА анализирует следующие характеристики:

- наличие подтвержденной потребности в продукции/услугах проекта;
- согласованность экономических интересов всех ключевых сторон производственной цепочки проекта с учетом различных факторов, которые могут включать:
 - экономическую целесообразность проекта,
 - временной горизонт проекта,
 - прогнозы АКРА относительно развития релевантных технологий и динамики спроса на продукцию/услуги,
 - скорость амортизации задолженности с учетом срока завершения эксплуатационного цикла,
 - прогнозируемый уровень досрочного погашения,
 - степень рыночной интеграции проекта и его зависимость от производственных цепей,
 - наличие конкуренции с учетом существования аналогичных объектов и всех объектов, которые служат аналогичной цели.

Таблица 31. Промышленная логика и согласованность экономических интересов ключевых сторон

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<u>Промышленная логика</u> Сильная производственная концепция, инфраструктура важна в федеральном масштабе, на уровне крупного субъекта РФ или корпорации с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) на уровне AAA(RU). <u>Интересы ключевых сторон</u> Интересы всех сторон совпадают или хорошо согласованы.
aa	<u>Промышленная логика</u> Сильная производственная концепция, инфраструктура важна в федеральном масштабе, на уровне крупного субъекта РФ или корпорации с кредитным рейтингом (кредитной оценкой) на уровне AA(RU). <u>Интересы ключевых сторон</u> Интересы всех сторон совпадают или хорошо согласованы.
a	<u>Промышленная логика</u> Проработанная производственная концепция, локально значимая инфраструктура. <u>Интересы ключевых сторон</u> Как правило, интересы хорошо согласованы, либо при частичном несовпадении интересов стороны могут быть легко заменены с незначительным негативным воздействием на проект.

bbb	<u>Промышленная логика</u> Производственная концепция проработана не полностью и/или может быть спорной в некоторых аспектах/сценариях. <u>Интересы ключевых сторон</u> Совпадают не полностью, но расхождения интересов управляемы.
bb	<u>Промышленная логика</u> Слабая производственная концепция, либо ее качество может легко ухудшиться и оказаться подверженной негативной динамике внешних факторов. <u>Интересы ключевых сторон</u> Есть существенное расхождение интересов ряда ключевых сторон.
b	<u>Промышленная логика</u> Сомнительна. <u>Интересы ключевых сторон</u> Интересы большинства ключевых сторон существенно расходятся.
ccc-c	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.2.5.2. Опыт и вовлеченность спонсора

В рамках анализа данного субфактора АКРА оценивает опыт работы спонсора с технологиями и процессами, используемыми при реализации проекта, а также готовность спонсора выделять достаточный объем материальных ресурсов для осуществления проектных работ. АКРА принимает во внимание различные характеристики данного субфактора, в число которых входят:

- кредитное качество спонсора;
- репутация спонсора и подтвержденный послужной список предоставления оперативной поддержки проектам.

При этом АКРА учитывает следующие аспекты:

- степень реалистичности первоначальных допущений спонсора относительно технологических и эксплуатационных характеристик объекта (в том числе по предыдущим проектам);
- квалификацию спонсора и опыт его работы с технологиями / техническими процессами, используемыми при реализации проекта;
- готовность спонсора направлять материальные ресурсы на обеспечение бесперебойной работы объекта.

Таблица 32. Опыт и вовлеченность спонсора

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<u>Кредитное качество спонсора</u> Спонсор имеет кредитный рейтинг (кредитную оценку) на уровне не ниже AA-(RU). <u>Репутация спонсора</u> Подтвержденный опыт предоставления проектам любой необходимой оперативной поддержки без дополнительных условий.

AA	<u>Кредитное качество спонсора</u> Спонсор имеет рейтинг АКРА не ниже A-(RU). <u>Репутация спонсора</u> Подтвержденный опыт предоставления проектам любой необходимой оперативной поддержки.
A	<u>Кредитное качество спонсора</u> Спонсор имеет рейтинг АКРА не ниже BBB-(RU). <u>Репутация спонсора</u> Средний опыт предоставления оперативной поддержки проектам.
bbb	<u>Кредитное качество спонсора</u> Возможно отсутствие рейтинга АКРА. <u>Репутация спонсора</u> В целом положительная репутация, однако при возникновении проблем с производительностью, которые сохраняются более 12 месяцев, поддержка спонсора будет ограниченной.
bb	<u>Кредитное качество спонсора</u> Низкое кредитное качество, спонсор не является стратегически важным, имеет ограниченный опыт, либо опыт отсутствует. <u>Репутация спонсора</u> При наличии проблем с производительностью получение поддержки от спонсора не ожидается.
b	При наличии любых существенных проблем получение поддержки от спонсора не ожидается. Возможна минимальная поддержка в случае ограниченных проблем.
ccc-c	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.2.5.3. Компетенция и кредитоспособность оператора

В рамках анализа данного субфактора АКРА оценивает ряд различных характеристик, в число которых входят:

- репутация, компетенция и квалификация оператора;
- опыт работы с технологиями и процессами, используемыми при реализации проекта;
- кредитоспособность и стабильность финансовых показателей оператора.

Таблица 33. Компетенция и кредитоспособность оператора

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<u>Компетенция оператора</u> Входит в число трех-пяти лидирующих операторов в РФ, имеет подтвержденный опыт эффективной работы в аналогичных проектах. <u>Опыт работы с технологиями и процессами, используемыми при реализации проекта</u> Один из лидеров в РФ по применению данной технологии. <u>Кредитоспособность и стабильность финансовых показателей оператора</u> Надежное и устойчивое финансовое положение.
aa	<u>Компетенция оператора</u> Компетентный оператор с подтвержденным опытом эффективной работы в аналогичных проектах. <u>Опыт работы с технологиями и процессами, используемыми при реализации проекта</u> Признанный оператор с достаточным опытом применения данной или аналогичной технологии. <u>Кредитоспособность и стабильность финансовых показателей оператора</u> Надежное и устойчивое финансовое положение.

a	<p><u>Компетенция оператора</u> Средний послужной список работы в аналогичных проектах, свидетельствующий о понимании и способности применять на практике релевантные операционные процессы. <u>Опыт работы с технологиями и процессами, используемыми при реализации проекта</u> Средний опыт применения данной или аналогичной технологии. <u>Кредитоспособность и стабильность финансовых показателей оператора</u> Умеренно надежное финансовое положение.</p>
bbb	<p><u>Компетенция оператора</u> Достаточный послужной список, свидетельствующий о понимании операционных процессов, аналогичных применяемым. <u>Опыт работы с технологиями и процессами, используемыми при реализации проекта</u> Средний опыт применения данной или аналогичной технологии. <u>Кредитоспособность и стабильность финансовых показателей оператора</u> Умеренно надежное финансовое положение.</p>
bb	<p><u>Компетенция оператора</u> Оператор может не иметь достаточного опыта и компетенции по осуществлению работ в сопоставимых проектах. <u>Опыт работы с технологиями и процессами, используемыми при реализации проекта</u> Небольшой опыт. <u>Кредитоспособность и стабильность финансовых показателей оператора</u> Финансовое положение на уровне ниже среднего.</p>
b	<p><u>Компетенция оператора</u> Отсутствие опыта работы в аналогичных и сопоставимых проектах / наличие исторических фактов неудачной работы в аналогичных проектах. <u>Опыт работы с технологиями и процессами, используемыми при реализации проекта</u> Очень ограниченный опыт применения конкретной или схожей технологии. <u>Кредитоспособность и стабильность финансовых показателей оператора</u> Слабое финансовое положение.</p>
ccc-c	<p>Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.</p>

Источник: АКРА

5.2.5.4. Качество деловых отношений между сторонами проекта

По мнению АКРА, наиболее успешными проектами являются те, в которых применяется партнерский подход к выполнению контрактных обязательств и в которых между всеми сторонами проекта установились конструктивные отношения. Сторонам транзакции необходимо сотрудничать для эффективной реализации проекта, а также совместно управлять потенциальными изменениями в транзакционной документации. Негативная динамика деловых отношений может стать причиной крайне жесткого и деструктивного использования контрактных прав для выявления даже незначительных нарушений со стороны друг друга, что может вести к штрафным вычетам, ужесточению мониторинга и применению предупреждающих уведомлений в отношении Эмитента.

По мнению АКРА, более высокую оценку по данному субфактору получают транзакции, в которых:

- на момент проведения рейтингового анализа не было признаков проблем в деловых отношениях между контрагентами;
- стороны проекта проявляют конструктивную гибкость и учитывают взаимные интересы при толковании контрактных договоренностей;

- ключевые участники проекта имеют опыт эффективной совместной работы при реализации других проектов;
- Эмитент демонстрирует проактивную позицию в отношении митигирования рисков;
- Эмитент имеет достаточные ресурсы для проведения мероприятий по митигированию рисков;
- действия и высказывания представителей заказчика или публичного партнера (если применимо) демонстрируют очень оптимистичный взгляд на активы и показатели работы Эмитента.

В случае критического ухудшения деловых отношений между ключевыми сторонами проектно-финансовых транзакций (включая государственно-частные партнерства и концессионные транзакции) АКРА может применять дополнительные негативные корректировки к присваиваемому рейтингу и/или может прийти к выводу о понижении уровня максимального достижимого рейтинга транзакции.

Таблица 34. Качество деловых отношений между сторонами проекта

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<p><u>Качество деловых отношений контрагентов</u> Крепкие деловые отношения между всеми ключевыми сторонами проекта, базирующиеся на партнерском подходе к реализации проекта.</p> <p><u>Деловые отношения между заказчиком/ПП и Эмитентом</u> Очень благоприятное отношение заказчика/ПП к объекту, уровню работ и к Эмитенту отражается в гибком конструктивном подходе к интерпретации ПД.</p> <p><u>Вовлеченность спонсоров в проект</u> Спонсоры хорошо зарекомендовали себя и стабильно придерживаются проактивного подхода к решению проблем реализации проекта.</p> <p><u>Разногласия относительно транзакционной документации</u> Существенные разногласия отсутствуют.</p> <p><u>Иные существующие разногласия</u> Существенные разногласия отсутствуют.</p> <p><u>Применение штрафных санкций</u> Не применялись.</p>
aa	<p><u>Качество деловых отношений контрагентов</u> Эффективные деловые отношения между всеми ключевыми сторонами.</p> <p><u>Деловые отношения между заказчиком/ПП и Эмитентом</u> Прагматичный взгляд заказчика/ПП на объект, уровень работ и Эмитента отражается в гибком конструктивном подходе к интерпретации ключевых элементов ПД.</p> <p><u>Вовлеченность спонсоров в проект</u> Спонсоры проекта имеют адекватный объем ресурсов; ожидается, что спонсоры будут придерживаться проактивного подхода к решению проблем.</p> <p><u>Разногласия относительно транзакционной документации</u> Существенные разногласия отсутствуют.</p> <p><u>Иные существующие разногласия</u> Возможны незначительные разногласия.</p> <p><u>Применение штрафных санкций</u> Санкции могли применяться, но очень ограниченно.</p>
a	<p><u>Качество деловых отношений контрагентов</u></p>

	<p>Нейтральные деловые отношения между сторонами проекта, и/или стороны имеют ограниченный опыт совместной работы по другим проектам.</p> <p><u>Деловые отношения между заказчиком/ПП и Эмитентом</u></p> <p>Признаки напряженности отсутствуют. Нейтральный взгляд заказчика/ПП на объект, уровень работ и Эмитента отражается в прагматичном формальном подходе к интерпретации ключевых элементов ПД. Объект не уникален, не имеет исключительной важности для ПП.</p> <p><u>Вовлеченность спонсоров в проект</u></p> <p>Спонсоры проекта имеют адекватный объем ресурсов; ожидается, что спонсоры будут придерживаться умеренно активного подхода к решению проблем.</p> <p><u>Разногласия относительно транзакционной документации</u></p> <p>Для преодоления существующих разногласий по ключевым элементам может потребоваться время.</p> <p><u>Иные существующие разногласия</u></p> <p>Могут существовать разногласия по отдельным ключевым элементам.</p> <p><u>Применение штрафных санкций</u></p> <p>Санкции применялись, но не оказали существенного воздействия на показатели транзакции.</p>
bbb	<p><u>Качество деловых отношений контрагентов</u></p> <p>Ранние и/или ограниченные индикаторы недовольства.</p> <p><u>Деловые отношения между заказчиком/ПП и Эмитентом</u></p> <p>Незначительные признаки напряженности в деловых отношениях.</p> <p><u>Вовлеченность спонсоров в проект</u></p> <p>Спонсоры проекта имеют адекватный объем ресурсов; ожидается, что спонсоры будут придерживаться умеренно активного подхода к решению проблем.</p> <p><u>Разногласия относительно транзакционной документации</u></p> <p>Имеются косвенные и/или ранние индикаторы того, что заказчик/ПП может быть недоволен подходом к контрактным рамкам по данному проекту или по другим проектам, на которых стороны осуществляют совместную работу, разногласия устранимы.</p> <p><u>Иные существующие разногласия</u></p> <p>Сложные деловые отношения между заказчиком/ПП и Эмитентом, и/или устранение существующих разногласий затягивается.</p> <p><u>Применение штрафных санкций</u></p> <p>Примененные штрафные санкции незначительны, имеется вероятность повторного применения аналогичных санкций в будущем.</p>
bb	<p><u>Качество деловых отношений контрагентов</u></p> <p>Ранние и/или ограниченные индикаторы недовольства.</p> <p><u>Деловые отношения между заказчиком/ПП и Эмитентом</u></p> <p>Значительные признаки напряженности в деловых отношениях.</p> <p><u>Вовлеченность спонсоров в проект</u></p> <p>Спонсоры проекта имеют адекватный объем ресурсов; ожидается, что они будут придерживаться умеренно активного подхода к решению проблем.</p> <p><u>Разногласия относительно транзакционной документации</u></p> <p>Имеются четкие индикаторы того, что заказчик/ПП недоволен подходом к контрактной базе по данному проекту или по другим проектам, в рамках которых стороны осуществляют совместную работу.</p> <p><u>Иные существующие разногласия</u></p> <p>Решение проблем затянулось и является маловероятным.</p> <p><u>Применение штрафных санкций</u></p> <p>Примененные в прошлом санкции оказали негативное воздействие на проект, имеется средняя вероятность применения аналогичных ощутимых штрафных санкций в будущем.</p>
b	<p><u>Качество деловых отношений контрагентов</u></p> <p>Очень сложные.</p> <p><u>Деловые отношения между заказчиком/ПП и Эмитентом</u></p> <p>Значительные признаки напряженности в деловых отношениях.</p> <p><u>Вовлеченность спонсоров в проект</u></p> <p>Спонсоры проекта имеют недостаточный объем ресурсов; ожидается, что они будут придерживаться пассивного или неконструктивного подхода к решению проблем.</p> <p><u>Разногласия относительно транзакционной документации</u></p>

	Фактические или ожидаемые случаи значительных разногласий по ПД или его интерпретации, которые могут привести к значительным штрафам. <u>Иные существующие разногласия</u> Фактические или ожидаемые случаи значительных разногласий. <u>Применение штрафных санкций</u> Имеется высокая вероятность применения существенных штрафных санкций, способных оказать сильное негативное влияние на проект.
ссс-с	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.2.5.5. Уровни штрафных санкций и операционных показателей

Получение Эмитентом значительных штрафов может оказать серьезное давление на доходность транзакции и привести к расторжению ключевых проектных договоров.

АКРА считает, что исторические уровни штрафных санкций обычно могут использоваться как эффективный прогнозный индикатор будущих финансовых и производственных показателей реализации проекта. Следовательно, уровень штрафов и вычетов (например, из платежей за операционную доступность), полученных Эмитентом, может с большой вероятностью указывать на будущие эксплуатационные проблемы в рамках транзакции.

АКРА уделяет повышенное внимание показателям эксплуатационной динамики в течение переходного периода от строительной фазы к операционной, поскольку он характеризуется постепенным увеличением объема ресурсов и адаптацией сторон сделки к установленным уровням обслуживания объекта и ключевым требованиям заказчика. Эксплуатационные показатели могут ухудшаться в течение переходного периода в результате замедления процесса взаимной адаптации различных элементов транзакции или ухудшения показателей, что может привести к увеличению штрафов и вычетов.

Таблица 35. Уровни штрафных санкций и операционных показателей

Категория оценки фактора	Оценки субфакторов
aaa	<u>Объем вычетов и штрафных санкций</u> Минимальные вычеты и штрафные санкции в течение как минимум 18 непрерывных месяцев полного предоставления услуг. <u>Формальные предупреждения</u> Отсутствуют.
aa	<u>Объем вычетов и штрафных санкций</u> Низкий объем вычетов и штрафных санкций в течение как минимум 12 месяцев полного предоставления услуг или 24 месяцев частичной эксплуатации значительной части объекта. <u>Формальные предупреждения</u> Вычеты и штрафные санкции существенно ниже пороговых значений, ведущих к формальным предупреждающим уведомлениям.
a	<u>Объем вычетов и штрафных санкций</u> Низкий объем вычетов и штрафных санкций в течение как минимум 9 месяцев полного предоставления услуг или 18 месяцев частичной эксплуатации значительной части объекта. <u>Формальные предупреждения</u> Вычеты и штрафные санкции ниже уровней, ведущих к формальным предупреждающим уведомлениям.

bbb	<u>Объем вычетов и штрафных санкций</u> Средний объем вычетов, однако остается разумный запас до достижения пороговых значений, ведущих к прекращению концессии / расторжению концессионного соглашения. <u>Формальные предупреждения</u> Вычеты и штрафные санкции на уровне ранних предупреждающих уведомлений.
bb	<u>Объем вычетов и штрафных санкций</u> Некоторые вычеты, однако остается разумный запас до достижения пороговых значений, ведущих к прекращению концессии / расторжению концессионного соглашения. <u>Формальные предупреждения</u> Вычеты и штрафные санкции на уровне повторных предупреждающих уведомлений.
b	<u>Объем вычетов и штрафных санкций</u> Существенные вычеты с минимальным запасом до достижения пороговых значений, ведущих к прекращению концессии / расторжению концессионного соглашения. <u>Формальные предупреждения</u> Вычеты и штрафные санкции на уровне последних предупреждающих уведомлений.
ccc-c	Остальные случаи, характеристики которых хуже, чем характеристики в предыдущей категории. Возможное существование других серьезных проблем.

Источник: АКРА

5.2.6. Основные финансовые показатели

5.2.6.1. Анализ основных финансовых показателей в проектах без существенного использования внешней поддержки в части возмещения потерь и издержек

По мнению АКРА, финансовые показатели проекта — один из ключевых компонентов оценки общей кредитоспособности транзакции.

Данный фактор помогает оценить способность проекта генерировать денежный поток, достаточный для погашения проектной задолженности, а также устойчивость проекта к возможному снижению чистого денежного потока.

В рамках анализа денежного потока АКРА использует собственные прогнозы по движению денежных средств на основе собственной оценки финансовых и эксплуатационных параметров с учетом качества предоставляемой информации, допущений и моделей, подготовленных организатором проекта, а также с учетом ключевых допущений, предоставленных независимыми консультантами с достаточным, по мнению АКРА, опытом.

При анализе проектов, которые на момент присвоения рейтинга находятся в операционной стадии, АКРА также принимает во внимание их фактические показатели долгосрочной и краткосрочной эффективности с учетом динамики внешних экономических факторов на момент проведения анализа.

АКРА полагает, что анализ финансовых показателей особенно важен для транзакций с низкими показателями долгосрочной коммерческой жизнеспособности, с высоким уровнем сложности, высокой волатильностью денежных потоков, слабыми контрагентами и относительно высокой подверженностью риску непредвиденных событий. В рамках анализа подобных транзакций АКРА оставляет за собой право увеличить относительный удельный вес данного субфактора в общей оценке кредитного качества проекта до 50% от совокупной оценки всего проекта.

Диапазон финансовых показателей для оценки кредитного качества амортизируемой задолженности

Диапазон финансовых показателей, которые АКРА принимает в расчет при анализе кредитного качества задолженности, зависит в том числе от ее профиля амортизации.

Для оценки кредитного плеча и уровня покрытия амортизируемой задолженности АКРА использует три основных показателя кредитоспособности:

- (a) минимальный среднегодовой коэффициент покрытия обслуживания долга (мин. КПОД);
- (b) среднегодовой коэффициент покрытия обслуживания долга;
- (c) показатель безубыточности, основанный на экспертной оценке возможности достижения коэффициентом покрытия обслуживания долга уровня 1,0х.

Диапазон финансовых показателей для оценки кредитного качества неамортизируемой задолженности

Для оценки кредитного плеча и покрытия неамортизируемой задолженности АКРА использует три основных показателя кредитоспособности:

- (a) среднегодовой коэффициент покрытия обслуживания долга;
- (b) отношение объема средств, полученных от операционной деятельности, к общему скорректированному объему задолженности;
- (c) показатель безубыточности, основанный на экспертной оценке возможности достижения коэффициентом покрытия обслуживания долга уровня 1,0х.

Помимо основных показателей, АКРА также может учитывать ряд дополнительных показателей, включая:

- коэффициент покрытия срока обслуживания проектной задолженности;
- коэффициент покрытия периода действия концессии;
- минимальный коэффициент покрытия обслуживания долга в каждый период оплаты;
- отношение долга к капиталу;
- коэффициент покрытия процентов.

5.2.6.1.1. Средний коэффициент покрытия обслуживания долга и Минимальный коэффициент покрытия обслуживания долга

Минимальный годовой коэффициент покрытия обслуживания долга и среднегодовой коэффициент покрытия обслуживания долга являются традиционными показателями для оценки финансового рычага и возможности погашения долга.

Как правило, данные показатели подразумевают расчет на основании данных за 12 месяцев в соответствии с типичным расчетом коэффициента покрытия обслуживания долга в проектно-финансовых транзакциях (при этом соблюдение ковенантов обычно проверяется в каждую дату платежа).

В обоих случаях коэффициент покрытия обслуживания долга обычно рассчитывается на основе прогнозных объемов денежных потоков с учетом запланированного срока погашения обязательства Эмитента (**для полностью амортизируемых проектов**) или ожидаемого периода обслуживания проектной задолженности, включая рефинансирование (для **не полностью амортизируемых проектов**).

Минимальный коэффициент покрытия обслуживания долга отражает самый низкий уровень коэффициента покрытия в прогнозируемом периоде (например, за 12 месяцев). Среднегодовой коэффициент покрытия обслуживания долга представляет собой среднее значение годовых коэффициентов покрытия обслуживания долга, рассчитанных за период, предшествующий погашению долга. Среднегодовой коэффициент покрытия обслуживания долга фиксирует уровень денежного потока, доступный для выполнения текущих обязательств по обслуживанию долга в рамках проекта с учетом способности объекта генерировать собственный денежный поток для проекта.

Коэффициент покрытия обслуживания долга для проекта за любой период рассчитывается как отношение денежного потока, доступного для обслуживания долга, к плановым платежам по процентам и основному долгу, при этом:

Под денежным потоком, доступным для обслуживания долга, понимается денежный поток от операционной деятельности за любой заданный период времени за вычетом затрат на капитальный ремонт (после уплаты налогов, но до выплаты процентов). Денежный поток от операционной деятельности включает в себя запланированные поступления и затраты, относящиеся к капитальным резервам (например, счета за инженерно-техническое обеспечение и ремонт), но не к резерву обслуживания долга. В частности, отчисления с резервных счетов, увеличивающие денежный поток, рассматриваются как фактор, оказывающий положительное влияние на денежный поток, доступный для обслуживания долга.

Плановые платежи по процентам и основному долгу — это запланированные платежи по процентам и основной сумме задолженности в течение указанного периода согласно договору займа проекта или кредитному договору (исключая cash sweeps, т. е. любые избыточные свободные денежные средства, используемые в обязательном порядке для погашения задолженности, а не для распределения в пользу акционеров/владельцев облигаций).

Отношение скорректированного объема поступлений от операционной деятельности к общему скорректированному размеру долга служит показателем объема денежного потока, генерируемого в течение операционной фазы проекта, который будет доступен для обслуживания долга Эмитента.

Сумма выплат по процентам и основному долгу **в проектах с полной амортизацией задолженности** равна сумме процентов и основной суммы задолженности, выплаченным или подлежащим уплате в соответствующий период. Как правило, проценты и основная сумма задолженности подлежат уплате согласно механизмам финансирования, которые обычно указываются в отчете о движении денежных средств в финансовой модели Эмитента. Осуществляемые процентные платежи включают процентный доход.

Сумма выплат по процентам и основному долгу **в проектах с неполной амортизацией задолженности** — это аннуитетный платеж, уплачиваемый в счет обслуживания долга.

Если финансирование не предусматривает наличие графика полной амортизации основного долга по кредитам, АКРА использует аннуитетный платеж по обслуживанию долга как знаменатель для этого коэффициента. Аннуитетный платеж по обслуживанию долга — это аннуитетная выплата процентов и основной суммы, требуемой для полного погашения задолженности в течение срока действия концессии. Аннуитетный платеж по обслуживанию долга рассчитывается с использованием стандартной формулы для текущей стоимости (PV) аннуитетного платежа. Другими словами, АКРА предполагает, что: (1) годовой объем денежных средств, направляемых на обслуживание долга, является постоянным показателем, (2) процентные ставки (ставка дисконтирования, используемая в формуле) являются постоянными, (3) вся сумма задолженности (то есть PV будущих платежей на текущую дату) выплачивается в полном объеме в течение срока действия концессии.

Как правило, при расчете денежного потока, доступного для обслуживания долга, учитываются обязательства по процентам и основному долгу, соответствующие только старшему долгу Эмитента.

Однако АКРА также проводит расчет денежного потока на основе совокупной задолженности Эмитента (старшего и младшего долга), если условия межкредиторских соглашений не предусматривают:

- ограничение прав субординированных и мезонинных кредиторов (и других третьих лиц, перед которыми у Эмитента имеются обязательства, не относящиеся к старшим) на «ускорение» исполнения обязательств Эмитента перед ними или на привлечение обеспечения до полного выполнения обязательств по старшему долгу;
- применение триггеров, ограничивающих выплаты процентов и основного долга по субординированным (не относящимся к старшим) обязательствам Эмитента.

5.2.6.1.2. Коэффициент «доход от операционной деятельности / общий скорректированный долг»

Доход от операционной деятельности определяется как денежный поток, доступный для обслуживания проектной задолженности, за вычетом процентных платежей на основе модели прогноза денежного потока проекта. Коэффициент «доход от операционной

деятельности / общий скорректированный долг» рассчитывается как отношение годового денежного потока (12-месячный доход от операционной деятельности) к общей задолженности, скорректированной на аренду.

Анализ безубыточности включает проверку устойчивости проекта к риску уменьшения доходов и/или увеличения затрат, и/или других рисков, способных оказать серьезное негативное влияние на кредитоспособность Эмитента и его финансовые показатели (например, увеличение процентных ставок, сокращение резервов, колебания курсов иностранных валют т. д.).

В большинстве случаев проекты финансируются за счет привлечения долга с фиксированной ставкой. Однако при наличии существенного объема долга с плавающей процентной ставкой АКРА моделирует различную чувствительностью показателей, связанных с изменением процентных ставок.

Поскольку методология может применяться к широкому спектру проектов, АКРА не использует универсальное пороговое или целевое значение коэффициента, поэтому проводится качественная оценка.

5.2.6.1.3. Анализ показателя безубыточности при достижении коэффициента покрытия обслуживания долга на уровне 1,0x

Анализ безубыточности, основанный на вероятности достижения коэффициентом покрытия обслуживания долга уровня 1,0x, играет важную роль для оценки подверженности Эмитента риску увеличения расходов на инженерно-техническое обеспечение и ремонт, что является ключевым фактором для проектов, в которых используется большое кредитное плечо и которые имеют в основном фиксированные потоки доходов.

Минимальный коэффициент покрытия обслуживания долга на уровне безубыточности отражает способность противостоять растущим затратам и подчеркивает периоды, когда Эмитент наиболее подвержен риску увеличения цен, например, в течение фазы, характеризующейся значительными затратами на инженерно-техническое обеспечение и ремонты обязательствами по возврату финансирования.

В каждом периоде АКРА рассчитывает процент, с помощью которого все расходы на инженерно-техническое обеспечение и ремонт могут увеличиваться до тех пор, пока коэффициент покрытия обслуживания долга не будет уменьшен до 1,0x без сокращения денежных средств или дополнительных выплат из резервов.

Формула выплаты аннуитета обслуживания долга:

$$\frac{((\text{Краткосрочный долг} + \text{долгосрочный долг, брутто}) \times \text{ставка дисконтирования}) / (1 - (1 / (1 + \text{ставка дисконтирования})^{\text{остаток периода концессии или оставшегося срока погашения задолженности}}))}{(1 + \text{ставка дисконтирования})}$$

Затем наименьшее процентное увеличение в течение оставшегося срока обслуживания долга (при полной амортизации) или срока концессии (при наличии риска рефинансирования) сравнивается со значениями в нижеуказанной таблице.

Минимальный годовой коэффициент покрытия обслуживания долга на уровне безубыточности, соответствующий ааа, характерен для проектов, в которых коэффициент покрытия обслуживания долга на уровне 1,0х достижим только при очень существенном снижении цены, объема и/или увеличении стоимости.

В рамках оценки минимального годового коэффициента покрытия обслуживания долга на уровне безубыточности АКРА также принимает во внимание степень прозрачности доходов и расходов в период оценки, а также гибкость сроков платежей за инженерно-техническое обеспечение и ремонт (например, в период, когда Эмитент имеет обязательства по возврату средств, предусмотренные проектной документацией).

Таблица 36. Анализ показателей безубыточности

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc-c
Минимальный годовой КПОД	>2,4х	2,4–1,3х	1,3–1,2х	1,2–1,15х	1,15–1,1х	1,1–1,0х	<1,0
Среднегодовой КПОД	>2,8х	2,8–2,1х	2,1–1,40х	1,40–1,21х	1,20–1,15х	1,15–1,1х	1,1–1,05х
Минимальный годовой КПОД на уровне безубыточности	>40%	40–30%	30–20%	20–15%	15–10%	10–7,5%	<7,5%
Средства от операций / общий скорректированный долг	>20х	20–15%	15–12%	12–8%	8–6%	6–4%	<4%

Источник: АКРА

Коэффициенты обычно оцениваются с учетом количества классов и уровней задолженности, которые имеют значение с учетом структуры каждой транзакции.

5.2.6.2. Проекты с внешней поддержкой возмещения потерь и издержек (концессионные и государственно-частные партнерства)

Масштабные инфраструктурные проекты федерального или регионального значения, созданные на основе надежной договорной и регуляторной базы, могут гарантировать полное и своевременное возмещение операционных расходов и затрат на обслуживание долга без применения вычетов или существенных задержек.

Использование механизмов внешней поддержки может изолировать данные проекты от воздействия ценового риска, риска волатильности спроса и риска увеличения затрат.

В транзакциях данного типа коэффициент покрытия обслуживания долга может оставаться на уровне 1,0x с очень ограниченной волатильностью.

Для рейтингового анализа транзакций данного профиля с учетом ликвидности, достаточной для предотвращения любой задержки в компенсации издержек, финансовые показатели имеют меньшее значение. Больше внимание в данных транзакциях уделяется анализу:

- контрактной структуры, поддерживающей механизм возмещения затрат;
- кредитного качества сторон, гарантирующих доходность проекта;
- общественно-политической, социальной и экономической важности объекта;
- ликвидности проекта.

Для присвоения рейтинга в подобных проектах АКРА может использовать нейтральную оценку данного фактора (финансовых показателей), которая не изменит значение совокупной оценки проекта, основанной на анализе других факторов.

5.2.7. Потери в случае наступления дефолта

Рыночная практика показывает, что уровни возмещения в проектном финансировании в среднем выше, чем в сфере финансирования юридических лиц/Эмитентов вне рамок проектного финансирования, хотя диапазон уровней возмещения в проектном финансировании может быть очень широким. Более низкие средние потери, возникающие в результате дефолта, объясняются рядом структурных особенностей проектно-финансовых транзакций. К данным особенностям можно отнести, например, расширенные права кредиторов, позволяющие им минимизировать или предотвращать ущерб от реализации рисков событий (даже зачастую до критического ухудшения финансового состояния Эмитента), а также во многих случаях — наличие платежей в связи с окончанием контракта.

Допущения АКРА относительно базовых уровней возмещения в проектно-финансовой транзакции зависят от нескольких составляющих:

- наличия внешних источников поддержки и субсидирования уровней возмещения (например, выплат со стороны концедента/публичного партнера в государственно-частном партнерстве на основе эксплуатационной доступности);
- объема и параметров внешней поддержки (доли покрываемых потерь, своевременности предоставления поддержки, важности объекта для публичного партнера);
- принадлежности проекта к определенной отрасли в соответствии с классификацией АКРА;
- текущей фазы проекта (строительной или эксплуатационной).

Таблица 37. Стандартный уровень возмещения

Секторы/подотрасли	Уровень возмещения потерь на этапе эксплуатации	Уровень возмещения потерь на этапе строительства
Отрасли, связанные с крупной инфраструктурой (не ГЧП, рыночный риск спроса и т. д.)		
Сектор: проекты, работающие в особом регуляторном режиме благоприятствования/защиты		
Подотрасли:		
Транспортировка и распределение газа	50%	50%
Аэропорты, работающие в особом регуляторном режиме (режиме защиты)	50%	50%
Водоснабжение, канализация	50%	50%
Передача и распределение электроэнергии	50%	50%
Регулируемые: телекоммуникации	50%	50%
Навигация в аэропортах и другие регулируемые услуги	50%	50%
ЖКХ: другое	50%	50%
Дороги (плата за пользование дорожными сетями, платные дороги)	50%	50%
Сектор: отрасли, связанные с крупной инфраструктурой (не ГЧП, рыночный риск спроса и т. д.)		
Подотрасли:		
Аэропорты/порты	50%	50%
Железные дороги	65%	50%
Плата за пользование дорожными сетями, туннелями, мостами, парковками	50%	50%
Сектор: СПГ и нефть		
Подотрасли: энергетика/ресурсы (добыча ископаемых и т. д.)		
СПГ	50%	50%
Нефть	50%	50%
Сектор: генерация электричества		
Подотрасли:		
Генерация электроэнергии (уголь/газ) — под предварительный контракт полного потребления	65%	НП
Генерация электроэнергии (уголь/газ) — без предварительного контракта полного потребления (риск продаж)	65%	НП
Возобновляемая энергия — ветер	50%	НП
Возобновляемая энергия — солнце	50%	НП
Возобновляемая энергия — вода (прилив, отлив, волновая и т. д.)	50%	НП
Возобновляемая энергия — биотопливо	50%	НП
Сектор: обслуживание/предоставление услуг (основан на рыночном спросе, без особого регуляторного режима благоприятствования, не ГЧП)		
Подотрасли:		
Услуги в аэропортах (обработка багажа и т. д.)	50%	НП
Транспорт (воздушный груз, суда)	50%	НП
СПГ-терминал (другой нерегулируемый газ или электричество, инфраструктура активов)	50%	НП
ГЧП с поддержкой на основе эксплуатационной доступности		
Аэропорты	65%	50%
Электроэнергетические компании; энергосистемы общего пользования	65%	50%
Телекоммуникации	65%	50%

Амбулаторная медицина, клиники и поликлиники	65%	50%
Школы/образование	65%	50%
Утилизация отходов	65%	50%
Железные дороги	65%	50%
Стационарная медицина, больницы, уход на дому	65%	50%
Дороги: поддержка на основе эксплуатационной готовности	65%	50%
Дороги: платные дороги, теневая опосредствованная плата на платных дорогах (концессионер не собирает плату с пользователей, а получает вознаграждение от государства в зависимости от числа пользователей; гарантия минимального трафика)	65%	50%
Досуг/конференц-зал (т. е. некритическая инфраструктура)	65%	50%
Оборонная/военная инфраструктура	65%	50%
Офис/кампус/другое размещение и временное проживание	65%	50%
Уличное освещение	65%	50%
Транспорт	65%	50%
Суды	65%	50%
Тюрьмы	65%	50%

Источник: АКРА

5.2.7.1. Проекты с внешней поддержкой в части возмещения потерь и издержек

Если проект предполагает привлечение бюджетных средств для финансирования этапов проектирования и строительства объекта, кредитное качество концедента становится одним из ключевых параметров для оценки концессионного проекта с точки зрения возврата инвестиций (исполнения долговых обязательств концессионера). Кредитное качество региона, в котором реализуется проект, может упростить или, напротив, усложнить для концессионера привлечение инвестиций в проект.

В процессе присвоения рейтинга проектам с привлечением бюджетных средств АКРА прежде всего анализирует общее кредитное качество концедента, выраженное в присвоенном ему кредитном рейтинге или кредитной оценке при отсутствии присвоенного рейтинга. Как правило, уровень финансовой оценки обязательств концедента оказывается ниже присвоенного ему кредитного рейтинга (кредитной оценки), что связано с возможностью публично-правового образования выбирать подлежащие исполнению обязательства в случае дефолта по другим обязательствам.

По этой причине при проведении оценки обязательств концедента АКРА учитывает правовой статус таких обязательств, включая возможность их принудительного исполнения, а также наличие/отсутствие стимула к их своевременному исполнению.

При проведении оценки облигаций через обязательства концедента АКРА принимает во внимание формат предоставления субсидирования, а также правовые и проектные аспекты, влияющие на возможность исполнения концедентом своих обязательств в рамках проекта.

На этапе проектирования и строительства объекта концессионного соглашения участие концедента в финансировании проекта по российскому законодательству может быть структурировано с использованием капитального гранта и других механизмов поддержки.

На этапе операционной деятельности концессионера с использованием объекта концессионного соглашения субсидирование может быть структурировано с использованием механизма возмещения концедентом (публичным партнером) части расходов концессионера (частного партнера) на создание и/или реконструкцию объекта концессионного соглашения, и/или его использование (эксплуатацию). Другие формы субсидирования могут также включать плату концедента и возмещение недополученных доходов концессионера (публичного партнера).

5.2.7.2. Строительная фаза: негативное влияние публичного партнера

В подавляющем большинстве случаев участие в проекте публичного партнера оказывает неблагоприятное влияние на риски кредиторов и владельцев облигаций в течение строительной фазы проекта. Причина заключается в том, что целью проектного финансирования является перераспределение рисков строительства на частного партнера, при этом в проектно-финансовой транзакции с привлечением публичного партнера риск превышения расходов на строительство объекта зачастую возлагается на частные компании с относительно низким размером собственного капитала по сравнению с компаниями, задействованными в проектах без участия публичного партнера.

В то время как взносы публичного партнера, выделенные во время строительства в соответствии с графиком, не влияют на вероятность наступления события расторжения (и, следовательно, вероятность наступления события дефолта), участие публичного партнера потенциально увеличивает уровень потерь для частных инвесторов и владельцев облигаций в случае наступления дефолта.

5.2.7.3. Операционная фаза: положительное влияние публичного партнера

После строительства объекта по спецификациям публичного партнера, последний осуществляет выплату Эмитенту за операционную доступность, платежи в соответствии с гарантией дохода или другой аналогичный платеж, размер которого обычно рассчитывается с учетом необходимости покрытия расходов на эксплуатацию, инженерно-техническое обслуживание и ремонт, включая расходы, предусмотренные контрактом жизненного цикла, а также платежи в счет обслуживания долга и дохода на капитал. Платежи за операционную доступность не подвержены какому-либо существенному риску спроса и сокращаются только из-за отсутствия производительности или невыполнения условий операционной доступности объекта.

В случае гибридных проектов доходы действующего проекта государственно-частного партнерства могут быть представлены комбинацией платежей за операционную доступность и коммерческих доходов. АКРА может рассматривать рейтингуемую проектно-финансовую транзакцию как государственно-частное партнерство, если она предполагает наличие платежей за операционную доступность, которые, как ожидается, будут достаточными для покрытия расходов на эксплуатацию, инженерно-техническое обслуживание и ремонт, включая затраты в соответствии с контрактом жизненного цикла, а также затраты на обслуживание долга.

5.2.8. Влияние кредитного качества публичного партнера на максимально достижимый рейтинг

В результате анализа всех элементов транзакции АКРА присваивает кредитный рейтинг в соответствии с совокупной оценкой рейтинговых факторов. При этом уровень присваиваемого кредитного рейтинга может в некоторых случаях быть ограничен оценкой кредитного качества (рейтинга) заказчика/публичного партнера. К рейтинговым факторам относятся, например, вероятность возникновения задержек выплат со стороны заказчика/публичного партнера, возможность попыток оспорить степень готовности объекта или факт достижения его целевого уровня производительности.

Если единственным источником доходов по проекту является публичный партнер/концедент/орган государственной власти (например, в концессионных проектах и проектах на основе государственно-частных партнерств), а кредитоспособность Эмитента в сущности определяется способностью и готовностью публичного партнера осуществлять выплаты за операционную доступность, то рейтинг проекта обычно присваивается на уровне или ниже уровня рейтинга публичного партнера.

Присвоение проекту кредитного рейтинга на одну и более ступеней ниже кредитного рейтинга или, если применимо, кредитной оценки (при отсутствии присвоенного рейтинга) концедента/публичного партнера отражает мнение АКРА относительно вероятности реализации сценария, при котором публичный партнер по каким-либо причинам отдаст предпочтение своевременному осуществлению выплат по собственным старшим необеспеченным обязательствам, а не выполнению обязательств в рамках государственно-частного партнерства. Рейтинг проекта может быть ниже кредитного рейтинга (кредитной оценки в случае отсутствия присвоенного кредитного рейтинга) публичного партнера более чем на одну ступень при наличии у публичного партнера негативной репутации, при наступлении специфических обстоятельств, снижающих важность исполнения обязательств в рамках проекта, или если проектная документация предоставляет широкие возможности для несвоевременного исполнения публичным партнером своих обязательств.

В большинстве российских концессионных проектов рейтинг публичного партнера (например, концедента) будет ограничивать рейтинг проекта. Таким образом, рейтинги российских проектов не могут быть выше уровня рейтинга концедента.

Ограничение ответственности

(С) 2021

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также Эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.