

## 3.9 Финансирование

В прошлом модуле мы говорили о том, как деньги входят в проект. Теперь еще интереснее – как они оттуда выходят. Эта тема тесно связана с взаимоотношениями GP и LP – их риском и, соответственно, доходностью, которую они получают в итоге.

### Как деньги выходят из проекта

Обычно выплаты участникам в проекте обычно происходят в следующем порядке:

1. первым свой капитал получает обратно банк;
2. затем мезонинный инвестор;
3. затем долевого партнер;
4. и, наконец, GP.



В случае, если какой-то из рисков реализуется, кто пострадает вероятнее, долевого партнер или мезонинный инвестор?

#### ▼ ответ

Долевой партнер обычно защищен хуже, чем мезонинный инвестор: он получает прибыль после него и, если проект окажется нерентабельным, первым после GP понесет убытки. Однако при долевом партнерстве потенциал прироста прибыли больше, и эта схема будет более выгодной, если проект окажется успешным.

Для мезонинного инвестора важно, какой объем капитала дает девелопер, так как средства последнего защищают мезонин в случае негативного сценария.

### уровень 1 – появляется очередность

Однако часто партнеры договариваются о распределении прибыли по-другому.

Если мы говорим, что деньги входят в проект как заем или долевого капитал, то тогда капитал на выходе можно декомпозировать на четыре части по тому, как он будет выплачиваться:

- тело займа;
- проценты по займу;
- тело долевого капитала;
- прибыль по долевному капиталу.

Участники могут прописать любой порядок, как будут выплачиваться эти части разным участникам.

Например, вариант 1: сначала все получают вложенные деньги, затем – заработанную прибыль. То есть:

1. сначала LP получит тело займа;
2. затем GP получит тело долевого капитала;
3. затем LP получит проценты по займу;
4. наконец GP получит долю прибыли на свой капитал.

Или вариант 2: сначала получит все свои деньги LP, затем – GP. То есть:

1. сначала LP получит тело займа;
2. затем LP получит проценты по займу;
3. затем GP получит тело долевого капитала;
4. наконец GP получит долю прибыли на свой капитал.



Как вы думаете, в каком случае доходность GP скорее всего будет выше?

▼ *ответ*

Во втором варианте доходность GP скорее будет выше, чем в первом, так как он рискует в этом случае больше – его капитал обеспечивает выплату процентов LP.

## уровень 2 – появляется условие

Но что если ситуация следующая: GP хочет разделить прибыль пополам, инвестор согласен на это при условии, если его доходность на вложенный капитал будет не менее 20%. А до тех пор, пока его доходность не достигнет этих 20%, GP не получает прибыль.

В таких ситуациях появляется хёрдл (с английского "hurdle" значит "барьер"). Хёрдл – это условие по доходности, которое нужно выполнить, чтобы разделить прибыль определенным образом. В зависимости от того, как происходит это деление, разделяют софт хёрдл и хард хёрдл.

- Софт хёрдл – это желаемая доходность инвестора, после достижения которой **вся прибыль** делится определенным образом. То есть софт хёрдл – это порог.
- Хард хёрдл – инвестор получает желаемую доходность, после чего **оставшаяся прибыль** делится определенным образом. То есть хард хёрдл – это вычет.

? В примере выше 20% – это софт хёрдл или хард хёрдл?

### ▼ ответ

Это софт хёрдл: когда доходность инвестора достигнет 20%, он и девелопер поделят **всю** прибыль пополам.

Порядок распределения прибыли будет следующим:

- если инвестору хватает 50% прибыли для того, чтобы он получил IRR 20%, значит условие соблюдено, и девелопер может забрать оставшиеся 50%, как будто никаких ограничений не было;
- если же инвестору не хватает его 50% для достижения 20% IRR, то оставшуюся часть прибыли тоже забирает инвестор до тех пор, пока не достигнет IRR 20%.

Если же инвестор захочет сначала получить свои 20% IRR, а оставшуюся прибыль поделить с GP пополам, то в этом случае этот вычет в 20% – хард хёрдл.

Тогда порядок выплат будет следующим:

1. сначала инвестор получает свою гарантированную прибыль;
2. затем оставшаяся прибыль делится пополам между инвестором и GP.

**?** Как вы думаете, какая схема более выгодна для инвестора при прочих равных?

▼ *ответ*

хард хердл

**?** Посчитайте, сколько получит инвестор и GP в обоих вариантах (софт и хард хердл), если инвестор вложил в проект 120 млн евро, а прибыль проекта составила 100 млн.

▼ *ответ*

Если софт хёрдл

Инвестор получит 50 млн евро.

GP получит 50 млн евро.

Если хард хёрдл

Инвестор получит 62 млн евро. (24+38)

GP получит 38 млн евро.

**?** А если инвестор вложил в проект 300 млн, а остальные вводные остались теми же, как изменится прибыль всех участников?

▼ *ответ*

Если софт хёрдл

Инвестор получит 60 млн евро.

GP получит 40 млн евро.

Если хард хёрдл

Инвестор получит 80 млн евро. (60+20)

GP получит 20 млн евро.

Такое поочередное распределение прибыли между партнерами называют вотерфолом (с англ. waterfall – водопад). Вотерфол может включать в себя несколько хердлов, например:

1. если доходность проекта ниже 7% – девелопер получает 20%, инвестор – 80% прибыли;
2. все, что выше 7% – девелопер получает 40%, инвестор – 60% прибыли;
3. все, что выше 12% – девелопер и инвестор делят пополам.

**?** В этом случае 7% и 12% – хард хёрдл или софт хёрдл?

▼ **ответ**

Софт хёрдл, так как это порог доходности, достигая который, участники делят всю прибыль определенным образом

Еще раз резюмируем:

- софт хёрдл – порог, по достижению которого делится вся прибыль;
- хард хёрдл – вычет, после которого делится оставшаяся прибыль.

**А теперь убойная задача**

Инвестор дает деньги с условием: если доходность проекта составит 10% годовых, он согласен на 20% прибыли.

**?** Это софт или хард хердл?

▼ *ответ*

софт

Что произойдет, если доходность составит меньше 10% годовых? В договоре прописывается, что если доходность составит, например, менее 6% годовых, девелопер не получит прибыль вообще.

**?** Как вы думаете, как лучше оформить эти коммерческие отношения между партнерами? Чтобы ответить на этот вопрос, подумайте: какую юридическую структуру здесь лучше выбрать? как оформить вход капитала так, чтобы прибыль была распределена нужным образом?

▼ *ответ*

Создается ООО, девелоперу принадлежит 80% компании, инвестору – 20%. Инвестор дает заем этой ООО под 6% годовых. Таким образом инвестор сначала возвращает тело долга, затем 6% годовых по долгу, затем инвестор и девелопер делят прибыль инвестора согласно долям в уставном капитале (80 на 20).

Участники могут делить прибыль и диспропорционально – для этого нужно прописать нужные условия в соглашении. Таким образом, вариативность использования всего двух инструментов – займа и долевого капитала – дает возможность для множества гибридных соглашений о распределении прибыли.

**?** Вернемся к нашему кейсу. GP хочет оформить вход капитала инвестора как мезонинный займ под 10% годовых, который войдет в SPV. Вы хотите договориться о более выгодных условиях для инвестора – какие варианты вы предложите?

далее