

ПЕРМСКИЙ  
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ  
НАЦИОНАЛЬНЫЙ  
ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

И. Ю. Мерзлов

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ



МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Федеральное государственное автономное  
образовательное учреждение высшего образования  
«ПЕРМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ  
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

И. Ю. Мерзлов

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

*Допущено методическим советом  
Пермского государственного национального  
исследовательского университета в качестве  
учебного пособия для студентов, обучающихся  
по направлениям подготовки бакалавров  
«Менеджмент», «Управление персоналом»*



Пермь 2022

УДК 330.341.42: 332.1  
ББК 65.050  
М521

**Мерзлов И. Ю.**

М521 Инвестиционный менеджмент [Электронный ресурс] : учебное пособие / И. Ю. Мерзлов ; Пермский государственный национальный исследовательский университет. – Электронные данные. – Пермь, 2022. – 2,58 Мб ; 136 с. – Режим доступа: <http://www.psu.ru/files/docs/science/books/uchebnie-posobiya/merzlov-investicionnii-menedjment.pdf>. – Заглавие с экрана.

ISBN 978-5-7944-3785-0

Данное учебное пособие предназначено для подготовки к практическим занятиям и самостоятельной работы в течение учебного процесса, а также для подготовки к текущему и итоговому контролю. Рекомендуется студентам всех форм обучения по направлению 38.03.02 Менеджмент, изучающим дисциплину «Инвестиционный менеджмент».

Разработано в соответствии с ФГОС и СУОС по направлению «Менеджмент», УМК дисциплины «Инвестиционный менеджмент».

Ил. 36. Табл. 6. Библиогр. 74.

**УДК 330.341.42: 332.1**  
**ББК 65.050**

*Издается по решению ученого совета экономического факультета  
Пермского государственного национального исследовательского университета*

*Рецензенты:* ООО «Биллинговые системы» (председатель совета директоров **С. Е. Шевков**);

профессор кафедры экономического анализа и статистики Пермского института (филиала) ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова», д-р экон. наук, доцент **М. С. Оборин**

ISBN 978-5-7944-3785-0

© Мерзлов И. Ю., 2022  
© ПГНИУ, 2022

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>ВВЕДЕНИЕ</b> .....	4
<b>ТЕМА 1. Инвестиции и инвестиционный менеджмент</b> .....	5
<b>ТЕМА 2. Источники финансирования инвестиционной деятельности</b> .....	9
<b>ТЕМА 3. Управление инвестиционным портфелем</b> .....	18
<b>ТЕМА 4. Инструменты частного заёмного (долгового) финансирования инвестиционных проектов</b> .....	26
4.1. Кредитование .....	26
4.2. Лизинг .....	39
4.3. Инструменты экспортно-импортного финансирования .....	47
4.4. Факторинг .....	71
4.5. Проектное финансирование.....	79
<b>ТЕМА 5. Концептуальные подходы кредитных организаций при принятии решений о начале финансирования инвестиционных проектов организаций реального сектора экономики</b> .....	90
<b>ТЕМА 6. Инструменты публичного заёмного (долгового) финансирования инвестиционных проектов</b> .....	94
6.1. Облигационный заём .....	94
6.2. Кредитные ноты.....	102
<b>ТЕМА 7. Инструменты публичного акционерного (долевого) финансирования инвестиционной деятельности</b> .....	107
<b>ТЕМА 8. Оценка эффективности инвестиционного проекта</b> .....	110
<b>ТЕМА 9. Инвестиционная привлекательность и инвестиционный климат</b> .....	123
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</b> .....	128
<b>Перечень примерных вопросов к экзамену по дисциплине «Инвестиционный менеджмент»</b> .....	131
<b>БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК</b> .....	132

## ВВЕДЕНИЕ

Инвестирование является одним из основных условий экономического роста как стран, так и отдельных организаций. При этом эффективность управления всеми областями деятельности хозяйствующих субъектов напрямую связана с организацией их внутренних бизнес-процессов, направленных на управление инвестиционной деятельностью. Как результат грамотно сформированная система инвестиционного менеджмента помогает организации наращивать свои конкурентные преимущества. В этой связи изучение курса «Инвестиционный менеджмент» является обязательным для студентов, планирующих свою дальнейшую карьеру на предприятиях любых сфер деятельности и масштабов бизнеса. Приобретение теоретических и практических навыков управления инвестиционным процессом позволит им проявить себя в организации состоявшихся специалистами.

Цель учебного пособия – оказание помощи студентам в освоении теоретических знаний и получении практических навыков по курсу «Инвестиционный менеджмент», формирование профессионального мышления, способствующего пониманию сущности процессов управления инвестициями и приобретению компетенций, необходимых для профессионального менеджера.

Задачи изучения дисциплины:

- ознакомление студентов с подходами к подготовке, принятию и осуществлению инвестиционных решений;
- изучение методов оценки экономической эффективности инвестиционных проектов;
- понимание источников финансирования инвестиций и умение выбирать наиболее приемлемые с учётом текущего положения организации.

Без владения навыками оценки инвестиционных проектов, финансового планирования и прогнозирования с учетом роли финансовых рынков и институтов невозможно принятие качественных управленческих решений в практической деятельности. Именно эти компетенции поможет приобрести данное пособие.

Издание разработано в соответствии с Государственным образовательным стандартом и самостоятельно устанавливаемыми образовательными стандартами ФГАОУ ВО «Пермский государственный национальный исследовательский университет», УМК по курсу «Инвестиционный менеджмент».

## ТЕМА 1. ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Одним из существенных факторов конкурентоспособности является наличие денежного потока, позволяющего не только поддерживать существующий уровень, но и обеспечивать своевременную реализацию мероприятий, повышающих общий конкурентный уровень. В числе наиболее распространённых форм его использования следует выделить инвестиционный проект.

Термин «инвестиции» произошел от латинского *invest* – «вкладывать», в словарях инвестиции раскрываются как долгосрочное вложение капитала в какое-либо предприятие или дело.

В литературе представлено большое количество подходов, характеризующих понятие «инвестиции». Такое многообразие связано с существованием большого количества форм, методов и объектов инвестирования.

Ниже указаны наиболее часто используемые в литературе определения понятия, называемого термином «инвестиции».

1. Это вложение капитала субъекта во что-либо для увеличения впоследствии своих доходов.

2. Это денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги; технологии, машины, оборудование, лицензии, в том числе и на товарные знаки; кредиты, любое другое имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской деятельности, другие виды деятельности в целях получения прибыли (дохода) и достижения положительного экономического и социального эффекта.

3. Инвестиции – это откладывание денег на завтрашний день, чтобы иметь возможность больше получить в будущем. Одна из частей инвестиций – потребительские блага – откладывается в запас (инвестиции на увеличение запасов). Другая часть направляется на расширение производства (приобретение зданий, машин и сооружений). Пророст стоимости, или прибыль (наряду с социальными результатами), – основная цель инвестирования.

При этом общими характеристиками, присущими всему многообразию определений, являются следующие: извлечение дохода из вложений, а также широкий спектр объектов вложений, что характерно для современного понимания инвестиций.

Инвестиции осуществляются на основе принципов платности, срочности и возвратности.

Типология инвестиций может быть осуществлена по различным классификационным признакам: характер активов, в приобретение которых вкладываются средства; характер участия в управлении инвестиционным портфелем; форма собственности; место приложения; степень риска и др.

По характеру активов выделяют инвестиции в нефинансовые и финансовые активы. Финансовые инвестиции – это вложения в активы денежного рынка и рынка капиталов (облигации, акции, опционы, фьючерсы и т.д.). Синонимов инвестиций в нефинансовые активы являются «реальные инвестиции», т.е. вложения в материальные и нематериальные активы, формирующие основной и оборотный капитал любой организации.

Инвестиции являются ключевой экономической категорией и играют исключительную роль как на макро-, так и на микроуровне в системе товарно-денежных отношений.

Роль инвестиций на макроуровне:

- ✓ Реализация политики расширенного воспроизводства и ускорения научно-технического прогресса.

- ✓ Реформирование отраслевой структуры общественного производства и обеспечение сбалансированного развития отраслей.

- ✓ Рост качества выпускаемой продукции/ оказываемых услуг/ выполняемых работ.

- ✓ Улучшение структуры внешнеторговых операций.

- ✓ Решение социальных и экологических проблем.

- ✓ Решение вопросов обеспечения обороноспособности страны и др.

На микроуровне инвестиции необходимы, чтобы решать следующие задачи:

- ✓ Расширение производства.

- ✓ Предотвращение морального и физического износа основных фондов и повышение технического производства.

- ✓ Повышение качества выпускаемой продукции/ оказываемых услуг/ выполняемых работ.

- ✓ Решение экологических и социальных вопросов развития организации и др.

Инвестиционная деятельность представляет собой процесс, который охватывает:

1. вложение инвестиций;

2. совокупность практических действий юридических и физических лиц по реализации инвестиций.

Объектами инвестиционной деятельности могут быть вновь создаваемые и модернизируемые основные фонды и оборотные активы, ценные бумаги, денежные вклады, имущественные права, права на интеллектуальную собственность и другие объекты собственности.

Субъектами инвестиционного процесса являются инвесторы, заказчики, исполнители работ (подрядчики и субподрядчики), пользователи объектов инвестиционной деятельности, поставщики и институциональные инвесторы.

Инвесторы – это субъекты инвестиционной деятельности, осуществляющие вложения собственных, заемных и привлеченных средств в форме инвестиций и обеспечивающие их целевое использование.

Субъекты инвестиционной деятельности могут совмещать функции двух и более участников инвестиционного процесса. Все инвесторы имеют равные права на осуществление инвестиционной деятельности. Каждый инвестор самостоятельно определяет объёмы, направления, размеры, подбирает юридических и физических лиц, необходимых ему для реализации инвестиций. Инвестор может одновременно выступать в роли заказчика, вкладчика, кредитора, покупателя, а также выполнять другие функции участников инвестиционного процесса.

Заказчики – юридические и/или физические лица, осуществляющие финансирование проекта, контроль за его реализацией и управление работами

начиная от разработки технико-экономического обоснования и заканчивая сдачей выполненного проекта. Если заказчик не является инвестором, то он выполняет функции владельца, пользователя и распорядителя инвестициями на период и на условиях, определяемых договором между участниками инвестиционного процесса.

Исполнители работ принимают на себя функции организаторов работ и сдают выполненные работы заказчикам.

Пользователями инвестиционных объектов могут быть юридические и физические лица, государственные и муниципальные органы власти, иностранные государства и международные организации. Если пользователь не является инвестором, то отношения между ними регулируются договором об инвестировании. Инвестор, не являющийся пользователем, вправе владеть, пользоваться, контролировать целевое использование и распоряжаться объектами и результатами инвестиций, в том числе осуществлять торговые операции и реинвестирование. Инвестор вправе передавать свои права по инвестициям по договору юридическим и физическим лицам, государственным и муниципальным органам власти.

В теории и практике инвестиционного процесса применяются различные классификации инвестиций.

Инвестиции по направлениям вложения средств классифицируют следующим образом:

- ✓ инвестиции в материальные активы (например, земельные участки, средства производства, запасы и другое имущество);
- ✓ финансовые инвестиции (например, ценные бумаги, долевое участие, приобретение долговых прав и т.д.);
- ✓ инвестиции в нематериальные активы (например, исследования и разработки, ноу-хау, приобретение лицензий, обучение персонала, развитие социальной сферы и т.д.).

Инвестиции в материальные активы часто называют реальными инвестициями (инвестициями в реальные активы), а инвестиции в ценные бумаги – портфельными инвестициями.

Инвестиции в реальные активы по направлениям использования подразделяют на следующие:

- ✓ инвестиции в повышение эффективности,
- ✓ инвестиции в расширение производства,
- ✓ инвестиции в новое производство,
- ✓ инвестиции для удовлетворения требований законодательства.

По отношению к росту прибыльности инвестиции бывают следующие:

- ✓ пассивные инвестиции (обеспечивают поддержание текущего уровня производства);
- ✓ активные (обеспечивают расширение производства).

В зависимости от места в инвестиционном процессе различают следующие виды инвестиций:

- ✓ начальные (нетто) инвестиции;



✓ брутто-инвестиции (представляют собой совокупность нетто-инвестиций и реинвестиций).

По характеру инноваций выделяют следующие виды инвестиций:

✓ экстенсивные инвестиции (сфокусированы на развитии бизнеса на существующей технологической платформе);

✓ интенсивные инвестиции (сфокусированы на развитии бизнеса на новой технологической платформе).

В зависимости от характера участия инвестиции могут быть прямыми или непрямыми (осуществляемыми через финансовых посредников).

В зависимости от периода инвестирования – кратко- и долгосрочными.

По форме собственности инвесторов инвестиции бывают следующих видов:

✓ государственные инвестиции,

✓ частные инвестиции резидентов данной страны,

✓ иностранные инвестиции,

✓ совместные инвестиции.

Инвестиционный рынок состоит из рынков объектов реального инвестирования и рынков инструментов финансового инвестирования. Рынок объектов реального инвестирования включает рынки прямых капитальных вложений, приватизируемых объектов, недвижимости и прочих объектов реального инвестирования (например, драгоценные металлы, коллекции и др.). Рынок инструментов финансового инвестирования представлен фондовым и денежными рынками.

Развитие фондового и денежного рынков стимулируется привлечением средств населения и юридических лиц в сберегательные инструменты и на покупку корпоративных и государственных ценных бумаг.

В данном учебном пособии внимание, главным образом, сфокусировано на изучении внешних источников финансирования инвестиций, которые используются на денежном и фондовом рынках.

#### *Вопросы для самоконтроля*

1. Дать определение понятия «инвестиции», общую характеристику и принципы инвестиций.
2. Каковы основные типы инвестиций?
3. В чём заключается роль инвестиций на макро- и микроуровне?
4. В чём заключается инвестиционная деятельность? Каковы её объекты и субъекты?
5. Что такое инвестиционный рынок и из каких элементов он состоит?

## ТЕМА 2. ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Понятие «инвестирование» находится в тесном взаимодействии с понятием «финансирование», так как использование средств предполагает их предварительное образование.

Источник инвестиций – это сбережения. А финансирование – это процесс перемещения средств от субъектов, осуществляющих сбережения, непосредственно к заёмщикам. Другими словами, под финансированием понимается предоставление капитала для формирования имущества и финансовых средств, под инвестированием – их использование.

Выделяют два вида финансирования:

✓ Прямое – это совокупность каналов перемещения денежных средств непосредственно от их собственника к заемщику (инвестору). В свою очередь прямое финансирование может быть капитальным (это получение средств в обмен на право долевого участия в собственности, основная форма этого финансирования – выпуск акций) и заёмным (это привлечение средств в обмен на обязательство их возврата с процентами (например, выпуск облигаций, привлечение кредитов и т.д.).

✓ Косвенное – это финансирование инвестиционного процесса через финансовых посредников. В данном случае денежные средства привлекаются через институциональных инвесторов (например, банки, страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные компании и т.д.), которые, в свою очередь, привлекают средства и вкладывают их в конкретные объекты.

На практике при обсуждении вопросов финансирования инвестиционных проектов ряд топ-менеджеров отечественных предприятий часто использует один из двух тезисов:

1) Если есть собственные ресурсы, то лучше к заёмному финансированию не прибегать. А если собственных ресурсов не хватает для реализации инвестиционного проекта, то лучше и не начинать – «берёшь чужие деньги, отдаёшь свои».

Наверно, такая точка зрения имеет право на существование, но при этом мы понимаем, что предприятие само себя ограничивает в перспективах дальнейшего развития и наращивания своего конкурентного потенциала. Теория финансового менеджмента говорит о том, что финансовое плечо в определенных пределах может и должно использоваться предприятием.

2) Ряд менеджеров, которые не разделяют вышеуказанной позиции, могут придерживаться следующего мнения – срок привлекаемого заёмного финансирования (например, в форме кредита) должен быть не меньше срока окупаемости инвестиционного проекта.

Безусловно, они правы и это самая легкая задача: прийти в банк, оформить кредит, например, на десять лет, имея расчетный срок окупаемости около девяти и менее лет. В таком случае достаточно владеть базовыми подходами к оценке инвестиционных проектов и удачно презентовать свой бизнес-план в банке.

Принимая же во внимание дефицит «длинных» ресурсов в отечественной банковской системе, а также ставя задачу минимизировать стоимость обслуживания заёмного капитала, для инициатора инвестиционного проекта актуальным является понимание всего имеющегося в настоящее время инструментария внешнего финансирования, позволяющего и обеспечить финансирование инвестиционного проекта, и минимизировать стоимость этого финансирования, что в результате увеличивает финансовую конкурентоспособность.

Под финансированием проекта понимается обеспечение проекта инвестиционными ресурсами (в том числе – денежными средствами, прочими инвестициями (основными и оборотными средствами, имущественными правами и нематериальными активами, кредитами, займами, правами землепользования и пр.).

При этом основными стадиями организации финансирования инвестиционного проекта являются следующие:

1) Анализ жизнеспособности проекта (определение целесообразности проекта по затратам и планируемой прибыли).

2) Разработка плана реализации проекта (оценка рисков, ресурсное обеспечение и т.д.).

3) Организация финансирования, в том числе оценка возможных форм финансирования и выбор конкретной формы или их комбинации, определение финансирующих организаций, структуры источников финансирования, контроль выполнения плана и условий финансирования.

В наиболее общем виде система финансирования инвестиционных проектов должна включать в себя два элемента:

- ✓ источники финансирования;
- ✓ организационные формы финансирования.

Сам процесс финансирования проектов, как уже отмечалось, может осуществляться тремя способами:

- ✓ самофинансирование, предполагающее использование в качестве источника финансирования собственных средств инвестора;
- ✓ использование заёмных средств;
- ✓ сочетание собственных и заёмных средств.

При этом наиболее приемлемым для предприятия (как с точки зрения риска, так и с точки зрения эффективности) является сочетание использования собственных и заёмных средств.

Общепризнанной является классификация источников: внутренние и внешние. В данной работе будем рассматривать возможные варианты использования только внешних источников финансирования инвестиционных проектов.

Среди всех внешних источников финансирования инвестиционных проектов целесообразно выделить три основные группы:

1) Инструменты частного заёмного (долгового) финансирования инвестиционных проектов. В рамках данной группы рассматриваются кредит, лизинг, инструменты экспортно-импортного финансирования, проектное финансирование и структурные продукты.

2) Инструменты публичного заёмного (долгового) финансирования инвестиционных проектов. В рамках данной группы рассматривается выпуск облигаций и кредитных нот.

3) Инструменты публичного акционерного (долевого) финансирования инвестиционных проектов. В рамках данной группы рассматриваются частное, первичное и вторичное размещения акций на фондовом рынке.

Таким образом, одним из способов увеличения общей и финансовой конкурентоспособности предприятия является реализация им инвестиционных проектов, эффективность которых во многом зависит от выбора наиболее приемлемых (с учётом текущей ситуации, в котором находится предприятие) инструментов финансирования. В этом контексте большое значение имеет наличие у предприятия финансовой стратегии, под которой понимается стратегия формирования и использования денежных фондов. Денежные фонды на предприятии создаются за счет внутренних и внешних источников. Внутренние источники – прибыль и амортизация. Внешние – эмиссия акций, облигаций, применение инструментов денежного рынка.

В части формирования финансовых ресурсов стратегия определяет общие правила, концепцию, на основе которых складываются пропорции участия разных источников в создании денежных фондов. В аспекте использования ресурсов речь должна идти о выборе соотношения источников финансирования и частей актива, на создание которых те или иные источники будут ориентированы.

Кроме того, финансовая стратегия определяет подход к формированию официально показываемой прибыли и ее использованию. Речь идет о сокрытии части прибыли и уводе ее от налогов. Сэкономленная прибыль в некоторой части используется на заработную плату (которая также не подпадает под обложение социальными и подоходными налогами), на финансирование определенной доли оборотного капитала. А кроме того, важно сформировать доли распределения чистой прибыли на дивиденды и реинвестированную ее часть.

Исходя из данных тезисов, можно сформулировать основные типы и виды стратегий.

1. Стратегии формирования денежных фондов:

- ✓ краткосрочная заёмно-ориентированная (преимущественно краткосрочного заимствования);
- ✓ долгосрочная заёмно-ориентированная (преимущественно долгосрочного заимствования);
- ✓ реинвестиционная (ориентация на собственные внутренние источники);
- ✓ эмиссионно-ориентированная (ориентация на собственные внешние источники);
- ✓ минимизации цены капитала.

2. Стратегии использования денежных фондов:

- ✓ стабильного дивидендного выхода,
- ✓ стабильного размера дивиденда,
- ✓ скрытого дивиденда,
- ✓ сравнительной эффективности.

Инвестиционные стратегии – это стратегии вложения средств, определяющие пропорции, в соответствии с которыми они будут распределяться по отдельным направлениям (после выплаты дивидендов).

Это могут быть следующие направления: вложение средств в развитие основного и оборотного капиталов, в формирование финансовых и нефинансовых активов; вложение в активы одной или различных отраслей; вложение в инновации-продукты или инновации-процессы; вложение в собственные НИОКР или в покупку лицензий и т.д.

Соответственно отмеченным направлениям могут быть сформированы следующие виды инвестиционных стратегий:

- ✓ капитального развития,
- ✓ поддержания ликвидности (ориентация на текущую ликвидность активов),
- ✓ моноинвестирования,
- ✓ инвестиционной диверсификации,
- ✓ продуктовых инвестиций, процессных инвестиций,
- ✓ научно-исследовательского инвестирования,
- ✓ лицензионного инвестирования.

Для того чтобы реализовать стратегию, провести ее в жизнь, используется та или иная политика, которая представляет собой комплекс взаимосвязанных инструментов, механизмов и организационных форм.

Конкретные механизмы, которыми оперирует политика, зависят от ряда факторов, среди которых в качестве основных выделяются следующие: уровень конкуренции в отрасли, сила конкурентной позиции предприятий производственного комплекса, долгосрочные цели развития отдельных производственных единиц и комплекса в целом. Под воздействием данных факторов происходит формирование инвестиционной и финансовой политики.

Потоки денежных средств между заемщиком (пользователем) и кредитором (владельцем) могут проходить тремя способами.

1. Прямые потоки денежных средств и ценных бумаг – заемщик (возможно, эмитент) продает акции или облигации владельцу денежных средств (инвестору) без посредничества банков или специализированных финансовых институтов (см. рис. 1).

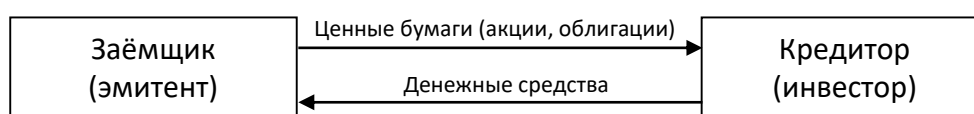


Рис. 1. Прямое размещение ценных бумаг

Эмитент – субъект финансового рынка (государство, коммерческие предприятия), выпускающий ценные бумаги в обращение.

Инвестор – субъект финансового рынка (население, банки, коммерческие предприятия, паевые фонды), покупающий ценные бумаги с целью сбережения и приумножения (портфельные инвестиции) или с целью получения контроля (стратегические инвестиции). Подчеркивая статус инвестора, выделяют индивидуальных инвесторов (население), институциональных (коллективных) и профессиональных (финансовые посредники).

2. Потоки через инвестиционных посредников, которые помогают эмитентам разместить ценные бумаги, сделать их доступными инвесторам на финансовом рынке (рис. 2).



Рис. 2. Размещение ценных бумаг через институциональных посредников

Посреднические функции без эмиссии собственных ценных бумаг выполняют финансовые брокеры, дилеры, инвестиционные консультанты, депозитарии, банки.

Брокер – физическое или юридическое лицо, заключающее сделки от своего имени, но за счет клиента. Профессиональная брокерская деятельность осуществляется на основании лицензии местных финансовых органов. Чаще всего брокер совмещает свою деятельность с консультированием (обоснование выбора держателя реестра акционеров, разработка вексельных программ, помощь эмитентам в создании имиджа).

Инвестиционными консультантами в зарубежной практике являются крупные инвестиционные банки. В российской практике роль консультанта часто реализуется физическим лицом, так как этот вид деятельности не требует лицензии (достаточно квалификационного аттестата).

Дилер совершает сделки купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет. На российском рынке дилером может являться физическое или юридическое лицо и, как правило, в этом качестве выступает инвестиционная компания, которая вкладывает собственные средства в ценные бумаги (определенного вида, а крупные компании могут обслуживать рынок в целом), котирует их (объявляет цены продавца и покупателя), обязуясь продать или купить, и совершает сделки.

Обособленное рассмотрение финансовых рынков (от товарных, труда и других рынков) позволяет классифицировать его участников по их позиции на рынке как продавцов финансовых активов, покупателей и посредников. Эмитент всегда является продавцом, но не единственным. В роли продавцов могут выступать и посредники. В свою очередь, инвесторы и посредники выступают покупателями финансовых активов. По признаку профессионального участия

заемщики (эмитенты) и индивидуальные и институциональные инвесторы являются клиентами финансового рынка, так как их основная деятельность связана с другими рынками. Посредники являются профессиональными участниками.

3. Потоки через финансовых посредников, которые покупают первичные ценные бумаги и в свою очередь эмитируют собственные (рис. 3). Цель финансовых посредников – обеспечить наибольшую привлекательность своих ценных бумаг для инвесторов за счет более удобного срока их функционирования по сравнению с первичными ценными бумагами, диверсификации риска, экспертных и аналитических услуг, экономии на масштабах сделок.

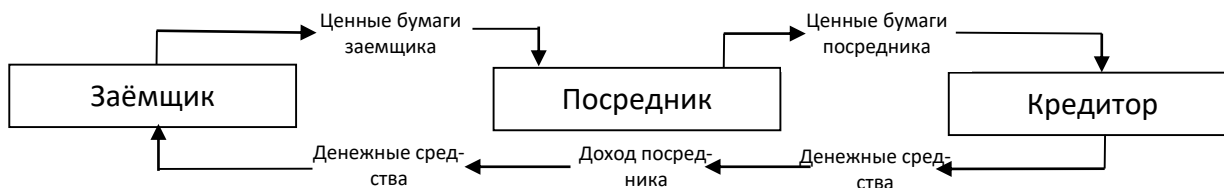


Рис. 3. Размещение ценных бумаг через финансовых посредников

В роли финансовых посредников на финансовом рынке выступают финансовые институты, аккумулирующие излишки денежных средств предприятий и населения и финансирующие государство и коммерческие компании. За счет квалифицированного принятия решений и возможности диверсификации риск инвестирования через финансовые институты ниже.

Выделяют следующие типы финансовых институтов:

- 1) кредитные (банки) – прямые посредники;
- 2) контрактно-страховые (негосударственные пенсионные фонды и страховые компании) – условные посредники, так как выплаты результата инвестирования обусловлены страховым случаем;
- 3) коллективные или инвестиционные (паевые фонды, инвестиционные компании) – как прямые, так и условные. Ряд инвестиционных институтов не имеет цели аккумуляцию средств и выступает исключительно в роли коллективного инвестора.

В США преобладают акционерные *кредитно-финансовые институты* (с 1980-х гг. держателями акций кроме частных корпораций стали индивидуальные инвесторы, и к 1986 г. из 12 крупнейших инвестиционных банков и домов 10 стали общественными акционерными компаниями). В странах Западной Европы и в Японии большое место на финансовом рынке занимают государственные, полугосударственные и кооперативные финансовые институты.

*Коммерческие банки.* В зависимости от законодательства страны и особенностей формирования фондовых рынков коммерческие банки играют различную роль. В США деятельность коммерческих банков ограничена кредитными операциями и инвестициями в государственные ценные бумаги. Работа с негосударственными ценными бумагами с 1933 г. коммерческим банкам (кроме дочерних банковских и финансовых компаний) запрещена. Японские и западноевропейские банки могут оказывать и кредитные, и инвестиционные услуги.

Однако граница между этими двумя видами деятельности существует в Великобритании. В Польше банкам категорически запрещено работать на рынке ценных бумаг.

С начала 1990-х гг. российское законодательство придерживается европейского подхода к регулированию банковской деятельности. Банки являются универсальными, т.е. могут совмещать классические банковские операции с деятельностью на фондовом рынке. Лицензирование профессиональной деятельности на фондовом рынке всех организаций (банковских и небанковских) осуществляется Банком России. Коммерческие банки России могут выполнять все виды операций на рынке ценных бумаг (при наличии лицензии), в том числе заниматься брокерской и дилерской деятельностью, консультированием, управлять инвестициями, заниматься расчетным обслуживанием участников фондового рынка, вести реестр акционеров и осуществлять депозитарную деятельность. Лицензия Центрального банка Российской Федерации дает право кредитной организации оперировать ценными бумагами, выполняющими функции средств платежа (чеки, векселя и т.п.), а также бумагами, подтверждающими привлечение средств во вклады (сберегательные и депозитные сертификаты, сберегательные книжки). Для работы с другими ценными бумагами (в том числе корпоративными) необходима специальная лицензия ФКЦБ.

*Инвестиционные банки и дома.* Как уже говорилось, в США коммерческие банки отличаются от инвестиционных: первые кредитуют корпорации, а вторые помогают им привлечь капитал из различных источников. До 1933 г. коммерческие банки США оказывали инвестиционные услуги, но закон Гласса – Стигголла 1933 г. резко ограничил право банков на владение и операции с ценными бумагами корпораций. Это вынудило разделить функции. С 1990-х гг. в США происходит постепенная интеграция деятельности коммерческих и инвестиционных банков из-за принятия множества поправок к законодательству и появления новых видов операций, особенно с производными ценными бумагами (операции с ними не подпадают под законодательные ограничения).

*Депозитарные банки* выделяют из-за специфических функций, основными из которых являются следующие: выпуск и аннулирование депозитарных расписок, ведение реестра и перерегистрация владельцев, оказание помощи иностранной корпорации в подготовке документов для регистрации выпуска депозитарных расписок и при предоставлении форм регулярной финансовой отчетности, информирование участников рынка о выпуске депозитарных расписок. Банк-кастоди является номинальным держателем акций на территории корпорации, размещающей депозитарные расписки. Услуги банка-кастоди могут выполнять местные банки (например, российские) или дочерние подразделения депозитарных банков в России. Собственно выпуск депозитарных расписок осуществляет депозитарный банк. Банк-кастоди осуществляет учет и перерегистрацию владельцев акций, на которые выпущены депозитарные расписки, участвует в переводе дивидендов, регистрируется в реестре соответствующего



акционерного общества как номинальный держатель акций, на которые выпущены депозитарные расписки.

*Регистраторы* – организации, ведущие реестр акционеров (список владельцев акций на определенную дату) по договоренности с корпорацией-эмитентом. В роли регистраторов выступают банки или специализированные регистраторы. В США регистраторы называются трансфер-агентами (в России этот термин чаще используется для обозначения организаций, оказывающих помощь в регистрации смены собственности). Кроме ведения реестра регистратор оказывает помощь эмитенту по дроблению акций, их консолидации и конвертации.

*Номинальный держатель акций* – физическое или юридическое лицо, на которое в реестре записано некоторое количество ценных бумаг, но собственником их является другое лицо или лица. Учет реальных собственников номинальный держатель ведет сам.

В ряде европейских стран регистраторы отсутствуют, их функции осуществляет депозитарная система (Германия, Швейцария, скандинавские страны). В США, Франции и ряде других стран с расширением депозитарной системы регистраторы вытесняются с фондового рынка.

*Депозитарии* – организации, оказывающие услуги эмитентам по хранению сертификатов ценных бумаг, учету прав собственности. Депозитарий является посредником между эмитентом и инвестором (перечисляет дивиденды, осуществляет заочное голосование, составляет реестр акционеров). В мировой практике принято отделение функции учета (регистратора или депозитария) от активных операций купли-продажи. Причина – в привилегированном доступе к информации о собственниках, ценовых тенденциях, количестве сделок. Российский федеральный закон «О рынке ценных бумаг» запрещает совмещение функций учета (деятельность регистратора) с другими видами деятельности на фондовом рынке. В мировой практике под термином депозитарий понимается крупная организация, осуществляющая расчеты по ценным бумагам и обслуживающая институциональных инвесторов.

Таким образом, вопросы организации финансирования инвестиционной деятельности являются одними из ключевых в системе инвестиционного менеджмента.

*Вопросы для самоконтроля*

1. В чём заключаются различия понятий «инвестирование» и «финансирование»? Что является источником инвестиций?
2. Каковы основные виды финансирования инвестиций?
3. Каковы основные стадии организации финансирования инвестиционного проекта?
4. Какие существуют виды финансовых и инвестиционных стратегий? Дать краткую характеристику каждой названной стратегии.
5. Перечислить особенности каждого из трёх способов организации потоков денежных средств между заёмщиком и кредитором.
6. Дать характеристику основных типов финансовых институтов. Привести соответствующие примеры.

### ТЕМА 3. УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ

Под термином «портфельные инвестиции» понимают финансовые инвестиции, направленные на приобретение не отдельных финансовых активов, а их совокупности.

В большинстве случаев в качестве финансовых инструментов выступают ценные бумаги, поэтому понятие «инвестиционный портфель» часто отождествляется с понятием «фондовый портфель».

Инвестиционный портфель представляет собой набор инвестиционных инструментов, собранных для достижения общей инвестиционной цели.

Основными этапами управления инвестиционным портфелем являются:

1. Определение объемов и сроков инвестирования.
2. Определение целей инвестирования.
3. Выбор форм инвестирования и схемы размещения активов.
4. Оценка инвестиционных качеств инструментов.
5. Формирование портфеля.
6. Мониторинг портфеля.
7. Обновление портфеля.

Специфика портфельных инвестиций заключается в том, что при формировании фондового портфеля оцениваются не только и не столько инвестиционные качества отдельных ценных бумаг, сколько их совокупность в целом.

Рассмотрим указанные этапы.

**Определение объемов и сроков инвестирования.** Объемы и сроки инвестирования зависят от финансовых возможностей инвестора, объема временно свободных средств, размера дохода и периодичности его поступления, планируемых затрат и пр.

**Определение целей инвестирования.** Качество и характеристики портфеля зависят от целей, которые ставит перед собой инвестор.

Наиболее значимые целевые установки:

1. Необходимый уровень текущего дохода (дохода в виде купонных и дивидендных платежей).
2. Сохранность капитала.
3. Прирост капитала (увеличение рыночной стоимости фондового портфеля – капитализированный доход).
4. Налоговые аспекты (сроки и объем налогов, уплачиваемых с доходов, полученных инвестиционными инструментами, собранными в портфеле).
5. Объем и уровень риска, который инвестор готов принять.

Конкретная цель может быть сформулирована следующим образом:

- через  $N$  лет накопить сумму, необходимую для приобретения квартиры;
- обеспечить себе постоянный доход в размере не меньше чем  $Y$  тыс. руб. на следующие 25–30 лет и т.д.

Наиболее значимыми факторами, оказывающими влияние на постановку цели, являются следующие:

- уровень и стабильность дохода инвестора;
- семейные и личные обстоятельства;

- размер собственного капитала;
- возраст и опыт инвестора;
- склонность к риску.

Целевые установки определяют тип инвестиционного портфеля, формы инвестирования и схему размещения активов.

Типы портфелей:

1) по целям формирования:

– портфель дохода ориентирован на получение высокого текущего дохода в виде дивидендных и процентных выплат вне зависимости от темпов прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе;

– портфель роста ориентируется на получение капитализированного, иначе, спекулятивного дохода, формируется из акций компаний, по которым ожидается существенный рост курсовой стоимости;

2) по уровню принимаемых рисков:

– агрессивный (спекулятивный),

– умеренный (компромиссный),

– консервативный.

### **Выбор форм инвестирования и схемы размещения активов.**

Возможными объектами инвестирования могут быть:

1) ценные бумаги (долевые и долговые ценные бумаги различных как отечественных, так и зарубежных эмитентов, включая органы государственной власти);

2) банковские вклады (депозитные счета или сертификаты);

3) недвижимость (в том числе закладные или ипотечный кредит);

4) антиквариат, золото и прочие материальные ценности;

5) производные ценные бумаги (опционы, фьючерсы);

6) доли в уставном капитале обществ с ограниченной ответственностью;

7) полис страхования жизни.

Каждый из указанных выше инструментов обладает собственным набором достоинств и недостатков. В целом, можно сделать следующие выводы и рекомендации.

Основой финансовой безопасности и ликвидности являются банковские вклады и полис страхования. Последний вид инвестирования в России пока не получил широкого распространения, однако является составляющей большей части портфелей зарубежных инвесторов и направлен на обеспечение финансовой безопасности не столько вкладчика, сколько его родных и близких.

Такие инструменты, как государственные ценные бумаги, депозитные вклады с возможностью изъятия процентов, включаются в состав портфеля как надежные инструменты, обеспечивающие постоянный текущий доход.

Рост рыночной стоимости портфеля и, соответственно, получение капитализированного дохода обеспечивается за счет приобретения корпоративных облигаций, акций, долей в уставном капитале обществ с ограниченной ответственностью, золота, антиквариата, недвижимости и прочих материальных ценностей.

С производными ценными бумагами, как правило, осуществляют сделки только профессиональные участники рынка ценных бумаг, и целью включения этих инструментов в портфель является либо страхование портфеля от понижения курсовой стоимости ценных бумаг, либо получение спекулятивного дохода.

Схема размещения активов – это схема разделения портфеля на различные классы, она характеризует ориентировочную структуру портфеля, долю тех или иных активов в портфеле (задается на долгосрочный период).

При утверждении схемы размещения могут быть использованы следующие подходы:

1) план постоянной суммы (определение точной суммы средств в денежном выражении, которая будет направлена на приобретение тех или иных инвестиционных инструментов);

2) план постоянного соотношения (установление точной суммы средств в процентном отношении к стоимости портфеля, которая будет направлена на приобретение тех или иных инвестиционных инструментов);

3) план переменного соотношения с установлением предельных границ (для каждого инструмента определяется его доля в процентах к стоимости портфеля, а также возможный интервал ее изменения).

Качество финансовых активов может быть охарактеризовано с помощью различных показателей, с точки зрения портфельного инвестирования наиболее значимыми являются:

- текущая доходность,
- потенциал роста,
- надежность (рискованность),
- ликвидность,
- издержки на совершение сделок.

Методика оценки доходности той или иной ценной бумаги зависит от ее вида. Портфель оценивается по тем же критериям, что и отдельные инвестиционные инструменты: риск и доходность.

При этом доходность инвестиционного инструмента не зависит от того, рассматриваем ее отдельно или в портфеле. Поэтому доходность портфеля представляет собой просто средневзвешенное значение ожидаемых или фактических доходностей отдельных активов, входящих в портфель.

**Формирование портфеля** представляет собой процесс приобретения конкретных финансовых инвестиционных инструментов. В целом при формировании портфеля и управлении им могут ставиться три основные целевые задачи:

- а) достижение максимально возможной доходности;
- б) получение минимально возможного риска;
- в) построение оптимального портфеля, т.е. получение некоторого приемлемого значения комбинации «доходность/риск».

Очевидно, что первые две задачи решаются относительно легко. Для достижения максимальной доходности в портфель собираются спекулятивные ценные бумаги, имеющие максимальный уровень доходности и, как следствие, максимальный уровень риска.

Безрисковый портфель может быть сформирован из государственных ценных бумаг.

Третья задача является преобладающей в инвестиционной деятельности. Она наиболее сложна и, как правило, не может иметь однозначного решения и решается путем оптимизации портфеля.

**Мониторинг портфеля** включает в себя оценку эффективности инвестиций, входящих в портфель, и оценку эффективности портфеля.

Оценка эффективности инвестиций и портфеля осуществляется:

✓ с целью установить соответствие фактических характеристик, входящих в портфель активов, желаемым;

✓ сравнить эффективность инструментов, входящих в портфель, с вновь возникшими альтернативами;

✓ оценить соответствие портфеля целям инвестирования.

Оценка доходности отдельных инвестиций и портфеля проводится по фактическим данным и предполагает:

1) расчет фактической доходности за период;

2) оценку доходности, скорректированной с учетом риска и среднерыночных показателей.

**Обновление портфеля** может осуществляться посредством изменения структурных пропорций (схемы размещения) либо состава портфеля.

При этом необходимо понимать, что причины изменения портфеля могут быть различными: как внешними, так и внутренними, как запланированными, так и неожиданными.

Наиболее распространенные причины обновления портфеля следующие:

✓ инструменты выполнили поставленную цель;

✓ инструменты не способствуют достижению поставленной цели;

✓ поддержание структуры;

✓ изменение финансовых характеристик инвестора;

✓ изменение цели инвестирования;

✓ изменение экономической ситуации на рынке.

В сфере управления финансовыми инвестициями сложным является вопрос о том, какие инструменты и в каком количестве приобрести, однако не менее значимым и сложным является решение о том, когда продать те или иные инвестиционные активы. Очевидно, что логично продавать активы в момент, когда их цена достигает какой-то максимальной точки, однако какой-либо объективной методики определения такой цены нет, да и быть не может. Каждый инвестор самостоятельно прогнозирует возможное изменение цены в тот или иной момент времени и решает вопрос о том, какая цена реализации является для него приемлемой. Более того, в практике достаточно распространены случаи, когда инвесторы не торопятся продавать ценные бумаги даже в тот момент, когда цена на активы устойчиво снижается, увеличивая убыток инвестора.

В качестве наиболее распространенных интуитивных подходов определения момента реализации инструментов, входящих в портфель, выделяют следующие:

- ✓ установление предельной цены (устанавливается точная стоимость актива, по достижении которой он реализуется);
- ✓ установление предельного прироста цены (установление точной суммы дохода от перепродажи активов – в денежном или процентном соотношении, при получении которой актив реализуется);
- ✓ установление предельного срока инвестирования (устанавливается точный период владения активами, по истечении которого актив реализуется независимо от того, какая цена установилась на рынке).

В целом, можно сделать вывод о том, что любые операции с портфелем крайне субъективны и требуют умения делать не только более или менее обоснованные прогнозы о тенденциях доходности на рынке в среднем и в отношении активов, планируемых к включению в портфель, но и трудоемкие многовариантные расчеты в рамках имитационного моделирования.

Альтернативами портфельного инвестирования являются такие способы инвестирования, как:

1. Стратегия пассивного инвестирования. Этот метод предполагает построение портфеля из ценных бумаг, входящих в тот или иной индекс с соответствующей их долей в портфеле. Формирование портфеля на основе данной стратегии не требует проведения длительных расчетов, но обеспечивает получение доходности, близкой к среднерыночной. Стоимость портфеля будет меняться пропорционально изменению величины индекса, взятого за основу.

2. Схемы коллективного инвестирования. Для мелких частных инвесторов (инвесторов, обладающих относительно небольшой суммой свободных средств) более приемлемым считается стратегия коллективного инвестирования, которая предполагает приобретение ценных бумаг, выпускаемых инвестиционными фондами (паевые инвестиционные фонды), участие в программах негосударственного пенсионного страхования и др.

Как свидетельствуют исследования, риск портфеля практически всегда меньше риска отдельных финансовых инструментов, в него входящих. Следовательно, с помощью портфельного инвестирования можно существенно уменьшить риск без всякого ущерба для доходности.

При этом необходимо разграничить два типа риска: систематический и несистематический.

1) несистематический риск, т.е. риск, связанный с портфелем и конкретными активами, входящими в его состав;

2) систематический, или рыночный риск, т. е. риск, который не зависит от структуры портфеля, а связан с общерыночными тенденциями и изменениями.

С помощью портфельного управления может быть сокращен только несистематический риск. Систематический уменьшается лишь в случае, если в портфель включаются инструменты иностранных эмитентов и международного финансового рынка.

**Оптимизация портфеля** подразумевает поиск альтернативных вариантов снижения уровня риска портфеля при заданном уровне ожидаемой доходности или поиск максимальной ожидаемой доходности при некотором заданном уровне риска.

Основным принципом оптимизации портфеля является диверсификация его структуры. Стратегия диверсификации предполагает приобретение в портфель инвестиционных инструментов разных классов и свойств.

К диверсификации портфеля имеется два подхода: наивная диверсификация и диверсификация Марковица.

Наивная диверсификация основана на формировании портфеля исходя из индивидуальных предпочтений инвестора. Исследования показали, что если портфель состоит из 10–20 различных видов ценных бумаг, включенных в портфель с помощью случайной выборки из имеющегося на рынке ценных бумаг набора, то несистематический риск может быть сведен к минимуму. Дальнейшая диверсификация сомнительна, так как увеличивающиеся издержки на заключение сделок не компенсируются выгодами от минимизации риска.

Диверсификация Марковица является более сложной. Полное название теории: теория портфеля Уильяма Шарпа (*W. Sharpe*) и Гарри Марковица (*H. Markowitz*). Главным достоинством и отличительным признаком этой теории является ее многомерность. Она основана на проведении совокупной оценки инвестиционных качеств финансовых инструментов, анализа их взаимозависимости и влияния каждого актива на качество портфеля в целом.

Иными словами, оценивая риск и доходность портфеля, необходимо рассматривать тот или иной актив не изолированно от других активов, а считать его неотъемлемой частью портфеля.

В соответствии с указанной теорией риск портфеля в целом зависит от следующих параметров:

- 1) количество активов в портфеле;
- 2) структура портфеля;
- 3) рискованность активов, входящих в портфель;
- 4) динамика доходности составляющих;
- 5) взаимная ковариация активов.

Если доходности активов изменяются однонаправленно, то показатель ковариации будет положительным, если доходность активов изменяется в разных направлениях – значение будет отрицательным. Если доходности акций изменяются случайным образом, то произведение будет то отрицательным, то положительным, изменения будут компенсировать друг друга, и значение ковариации будет стремиться к нулю. Это свидетельствует о том, что доходность данных активов изменяется независимо друг друга или связь незначительна.

Однако ковариация – показатель абсолютный, и, следовательно, его не всегда можно использовать в целях сравнительного анализа, поэтому чаще применяется такой показатель, как коэффициент корреляции.

В целом из теории можно выделить следующие общие закономерности и рекомендации:

1. В ситуации с портфелем риск, ассоциируемый с каким-то конкретным активом, не может рассматриваться изолированно. Любая новая инвестиция должна анализироваться с позиции ее влияния на изменение доходности и риска инвестиционного портфеля в целом.



2. Так как все финансовые инвестиции различаются по уровню доходности и риска, их возможные сочетания в портфеле усредняют эти количественные характеристики, а в случае оптимального их сочетания можно добиться значительного снижения риска финансового инвестиционного портфеля.

3. Оптимальность портфеля, под которой понимается такое сочетание входящих в него активов, которое обеспечивает наибольшую приемлемую доходность в среднем из всех доступных вариантов, не может быть достигнута простым отбором наиболее доходных активов. Такая на первый взгляд правильная методика не всегда верна, поскольку обычно приводит к увеличению риска портфеля.

4. Вариация доходности имеет место не только в пространстве, но и в динамике, т. е. тенденции доходности двух случайно выбранных из портфеля активов вовсе не обязательно совпадают, более того, они могут быть разнонаправленными. Пользуясь разнонаправленностью тенденций доходности, можно оптимизировать портфели, например, за счет снижения риска при неизменной доходности.

5. Поскольку речь идет об ожидаемых значениях показателей, которых в рамках имитационного анализа может быть бесконечно много, то в условиях множественности входящих в портфель активов существенно усложняются и вычислительные процедуры.

6. Если анализируется целесообразность дополнительного включения в портфель одного актива, то задача оптимизаций относительно несложная и сводится к анализу последствий объединения двух активов; добавление в портфель нескольких активов, равно как и любые другие комбинации, является многовариантным в плане достижения оптимального значения комбинации «доходность/риск».

7. Расширение портфеля всегда сопровождается изменением его риска.

8. Добавление в портфель безрискового актива уменьшает доходность портфеля, при этом риск портфеля уменьшается прямо пропорционально доле этого актива.

9. Если доходность актива, планируемого к включению в портфель, меняется однонаправленно с доходностью портфеля (коэффициент корреляции положительный), то риск новой комбинации может измениться в любую сторону в сравнении с риском исходного портфеля.

10. Если в портфель добавляется актив, доходность которого изменяется разнонаправленно с доходностью портфеля (коэффициент корреляции отрицательный), то риск новой комбинации, как правило, уменьшается.

11. Если имеются на выбор два актива с одинаковыми характеристиками, однако доходность одного из них меняется однонаправленно, а доходность второго – разнонаправленно с доходностью, то с позиции минимизации риска для включения в портфель следует предпочесть актив с отрицательным коэффициентом корреляции.

### *Вопросы для самоконтроля*

1. Что такое инвестиционный портфель?
2. Назвать основные этапы управления портфельными инвестициями.
3. Что такое портфель роста?
4. Какие инвестиционные активы являются основой финансовой безопасности проекта?
5. Что такое схема размещения активов и какие подходы могут быть использованы при ее утверждении?
6. Какова цель осуществления мониторинга портфеля?
7. Что такое наивная диверсификация?
8. Что такое стратегия пассивного инвестирования?
9. Что показывает коэффициент корреляции?

## ТЕМА 4. ИНСТРУМЕНТЫ ЧАСТНОГО ЗАЁМНОГО (ДОЛГОВОГО) ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

### 4.1. Кредитование

Самой распространённой (и простой с точки зрения практической реализации) формой банковских инвестиционных технологий является банковский кредит. Слово «кредит» происходит от латинского «credere», что означает верю, доверяю. Именно это всегда продолжает оставаться системообразующим фактором при организации процесса кредитования.

Система банковского кредитования представляет собой совокупность взаимосвязанных элементов, определяющих организацию кредитного процесса и управление им в соответствии с принципами кредитования.

Сущность банковского кредита раскрывается в принципах кредитования: возвратность, срочность, платность, обеспеченность и дифференцированность.

**Принцип возвратности** означает, что заёмщик **должен вернуть** кредитору полученный кредит (величину основного долга, на практике иногда ещё используется синоним – «тело кредита») в полном объёме.

**Принцип срочности** означает, что кредит выдаётся на определенный срок и заёмщик должен его не просто вернуть, а **возвратить в срок, зафиксированный в кредитном договоре**. При нарушении данного принципа кредитная организация получает проблемы с ликвидностью (наступает несбалансированность привлеченных пассивов и выданных кредитов по суммам и срокам, а также кредитная организация вынуждена формировать дополнительные резервы на возможные потери по ссудам (РВПС)), а заёмщик, в свою очередь, портит свою кредитную историю, что в дальнейшем может негативно отразиться на его возможностях брать в будущем новые кредиты. Центральные банки, как правило, прописывают период времени, в течение которого просроченная задолженность считается технической и в дальнейшем не повлияет на кредитную историю заёмщика. В России для заёмщиков-юридических лиц такой период составляет пять календарных дней с даты погашения, зафиксированной в кредитном договоре.

**Принцип платности** означает, что за пользование заёмными средствами заёмщик уплачивает кредитору **определённое вознаграждение**, которое, как правило, измеряется в процентах годовых. В качестве исключения, пожалуй, можно привести исламскую систему кредитования, где в соответствии с требованиями религии прямое получение денежного вознаграждения за проведение ссудных операций запрещено (там принцип платности более завуалированно выражается в получении кредитором доли в бизнесе заёмщика и т.д.).

Кроме того, в настоящее время кредитные организации всё чаще практикуют фиксацию в кредитных договорах не только платы за пользование заёмными средствами (в процентах годовых), но и различные, так называемые технические комиссии (например, за неиспользованный лимит кредитной линии, за открытие и/или обслуживание ссудного счета, за досрочное погашение кредита, за проверку залогов и т.д.). Понятно, что в таком случае менеджмент предприятия-заёмщика вынужден рассчитывать общую стоимость привлекаемого креди-

та или его эффективную ставку, с тем чтобы иметь возможность объективно сравнивать предложения разных кредитных учреждений.

**Принцип обеспеченности** заключается в том, что полученный кредит должен быть **чем-либо обеспечен**. В настоящее время банки в качестве обеспечения возвратности кредита рассматривают не только традиционные, так называемые «твёрдые» залоги (например, залог товарно-материальных ценностей (сырьё, материалы, готовая продукция), оборудования, недвижимости, других основных средств), но и такие механизмы, как гарантия/поручительство третьего лица, уступка прав требований (цессия) по заключённым хозяйственным договорам.

На первый взгляд может показаться, что существует противоречие между тем, что любой кредит должен быть обеспеченным, и тем, что в классификации кредитов выделяют необеспеченные (бланковые) кредиты (например, овердрафт). Между тем противоречие снимается, т.к. при этом же овердрафте в качестве обеспечения выступает денежная выручка заёмщика, постоянно поступающая на его расчетный счет (в результате его текущей хозяйственной деятельности), открытый в банке-кредиторе. А под бланковыми кредитами понимаются кредиты, не обеспеченные материальными активами.

**Принцип дифференцированности** означает, что банк-кредитор **индивидуально (дифференцированно) подходит к рассмотрению каждого потенциального заёмщика и предлагаемой структуры сделки**. Исходя из совокупности факторов, характеризующих заёмщика и запрашиваемых им условий получения кредита, а также утвержденной кредитной политики банка (наличие данного документа является обязательным и зафиксировано в нормативных документах Банка России), кредитная организация принимает решение о возможности оформления кредита каждому заёмщику в отдельности и может устанавливать для него индивидуальные условия получения кредита. Так, общеизвестным является тот факт, что крупные корпоративные клиенты получают кредиты по более низким процентным ставкам, в больших объемах и т.д. в сравнении с малым и средним бизнесом – это одно из проявлений принципа дифференцированности.

Классификация кредитов многообразна и может быть осуществлена по различным признакам:

1) По срокам использования: до востребования (онкольный) (в практике банковской деятельности, как правило, не употребляется, скорее это теоретическая характеристика, раскрывающая суть овердрафта) и срочные, которые, в свою очередь, подразделяются на краткосрочные (до 1-1,5 лет), среднесрочные (от 1,5 лет до 7 лет), долгосрочные (свыше 7 лет)\*.

2) По обеспечению: необеспеченные (бланковые) и обеспеченные кредиты (обеспеченные материальными активами).

---

\* Разница в указанных сроках определяется кредитной политикой каждого отдельного банка. Здесь приведён средний диапазон.

3) По целевому назначению: кредиты на пополнение (формирование) оборотных средств и инвестиционные кредиты, участвующие в расширенном воспроизводстве основных фондов.

Как правило, краткосрочные кредиты имеют целевое назначение – пополнение оборотных средств, а средне- и долгосрочные кредиты используются при финансировании инвестиционных проектов.

Вместе с тем для российской действительности характерно, что лишь очень ограниченный круг банков имеет возможность выдавать средне- и долгосрочные кредиты. В результате у менеджмента предприятий встаёт проблема финансирования инвестиционного проекта с учётом тех особенностей, которыми обладает отечественная банковская система. Иными словами, проблема такова – при имеющемся банковском инструментарии (во многом носящем краткосрочный характер) обеспечить финансирование инвестиционного проекта. Следовательно, задача финансового менеджера предприятия заключается в структурировании процесса финансирования инвестиционного проекта с использованием как доступных краткосрочных ресурсов банка, так и имеющихся средне- и долгосрочных инструментов. Именно поэтому в данном издании рассматриваются, в том числе и краткосрочные инструменты финансирования, которые также могут использоваться при финансировании инвестиционных проектов.

При организации кредитного процесса перед банком и потенциальным заёмщиком встаёт непростая задача – структурировать кредит. Под **структурированием кредита** следует понимать процесс согласования сторонами элементов кредитного процесса таким образом, чтобы выдаваемый кредит наилучшим образом соответствовал специфике функционирования заёмщика и при этом соответствовал кредитной политике кредитора. Среди таких элементов кредитного процесса выделяют следующие:

- целевое назначение кредита;
- порядок и степень участия собственных средств заёмщиков в кредитной сделке;
- формы и порядок контроля за целевым и эффективным использованием заёмных средств;
- порядок уплаты процентов и возврата основного долга;
- методы кредитования.

Целевое назначение кредита, как уже отмечалось, может быть на пополнение (формирование) оборотных средств и на инвестиционные цели. Во втором случае в рамках имеющегося бизнес-плана заёмщика банк для себя детализирует целевое назначение (например, на приобретение оборудования, на строительство производственного корпуса ряд банков может выдавать кредиты на рефинансирование ранее произведённых инвестиционных затрат, которые, естественно, заёмщик должен подтвердить документально).

В подавляющем большинстве случаев банк не финансирует сделку предприятия полностью, на все сто процентов. Кредитные организации стремятся к тому, чтобы в каждую кредитуемую сделку заёмщик вкладывал и собственные средства. Наиболее показательным этот элемент кредитования выражается при

инвестиционном кредитовании, когда действует правило, что заёмщик обязан за счет собственных средств профинансировать около 30% стоимости всего проекта, причём вложить эти средства на начальной стадии реализации проекта. В таком случае банк понимает, что заёмщик не только на словах заинтересован в реализации инвестиционного проекта, ибо рискует не только средствами кредитной организации, но собственными.

С технической точки зрения контроль, главным образом, заключается в том, что банк проверяет платёжные поручения заёмщика (в том числе, поля «Получатель», «Назначение платежа») на соответствие тем хозяйственным договорам, которые были заключены заёмщиком в целях реализации инвестиционного проекта.

На практике выделяются следующие подходы к порядку начисления и уплаты процентов и возврата основного долга:

1) Проценты уплачиваются периодически (как правило, один раз в месяц; реже – в квартал), основной долг погашается единовременно (в последний день срока действия кредитного договора). На практике такой подход, как правило, применяется банками при кредитовании только корпоративных клиентов.

2) Дифференцированные платежи по уплате процентов (процент начисляется на фактический остаток ссудной задолженности с учётом погашенной величины), основной долг погашается периодически, по какому-либо графику (например, ежемесячно равными долями в течение всего срока действия договора; на первоначальном этапе предоставляется определённый льготный период, когда выплачиваются только проценты; выплаты происходят по определённому графику, например, учитывающему сезонность функционирования заёмщика). На практике подход одинаково применяется банками при кредитовании как корпоративных клиентов, так и физических лиц.

3) Аннуитетные платежи – денежные платежи, равные или с изменяющейся во времени величиной, выплачиваемые через определенные промежутки времени в счет погашения как основного долга, так и процентов по нему. На практике данный подход применяется, главным образом, при кредитовании физических лиц или предприятий, относящихся к сегменту малый и средний бизнес.

Каждый из указанных подходов имеет определенные недостатки и преимущества для заёмщика. Так, с точки зрения абсолютной величины денежных средств, выплаченных банку за пользование кредитом, наименее затратным для заёмщика является второй подход, самым затратным – третий. Недостаток второго подхода заключается в том, что в первые платёжные периоды заёмщик вынужден аккумулировать большие суммы в сравнении, например, с первым или вторым подходом. В первом же подходе в дату окончания действия кредитного договора на заёмщика ложится большая нагрузка по единовременному погашению всего тела кредита, т.е. заёмщик, как правило, вынужден начинать аккумулировать средства заранее, чтобы иметь возможность в полном объёме погасить основной долг и проценты по нему.

Необходимо также остановиться на основных факторах, которые влияют на стоимость предоставляемого банком финансирования.


В первую очередь, это средневзвешенная стоимость пассивной базы кредитной организации. Этот фактор, в свою очередь, состоит из следующих составляющих элементов:

- доля собственных средств и их абсолютная величина в структуре пассивов (чем больше, тем выше возможности банка предоставлять более «дешевые» кредиты);

- величина ставки рефинансирования (учётной ставки) центрального банка (которая, как известно, находится в прямой зависимости от уровня инфляции в стране) и производных от неё ставок, по которым центральный банк выдаёт кредиты коммерческим банкам;

- средние ставки на рынке межбанковского кредитования (в качестве индикаторов выступают ставки LIBOR, MosPrime, MosIBOR и т.д.);

- уровень процентных ставок, устанавливаемых банком по своим депозитным программам.

 **LIBOR** (*London Interbank Offered Rate*) – средневзвешенная процентная ставка по межбанковским кредитам, предоставляемым банками, выступающими на лондонском межбанковском рынке с предложением средств в разных валютах и на разные сроки – от одного дня до 12 месяцев.

Ставка фиксируется Британской Банковской Ассоциацией, начиная с 1985 года ежедневно в 11:00 по западноевропейскому времени, на основании данных первоклассных банков.

Ставка LIBOR вычисляется для следующих валют: австралийский доллар, датская крона, доллар США, евро, канадский доллар, новозеландский доллар, фунт стерлингов, шведская крона, швейцарский франк, японская йена.

Ставка фиксируется следующим образом: уполномоченный агент Британской Банковской Ассоциации в 11:00 по западноевропейскому времени обзванивает 16 первоклассных банков (*Prime banks*), выбранных в качестве основных маркет-мейкеров денежного рынка Лондона, и узнает их котировки предложения процентных ставок на стандартные сроки от 1 месяца до 1 года на условиях спот. Для каждого периода времени из 16 полученных ставок отсеиваются 4 самые низкие и 4 самые высокие, а из оставшихся получают среднее арифметическое значение, которое публикуется как текущее значение LIBOR для соответствующего периода и валюты.

**MosPrime Rate** (*Moscow Prime Offered Rate*) – индикативная ставка предоставления рублёвых кредитов (депозитов) на московском денежном рынке. Рассчитывается Национальной валютной ассоциацией совместно с Thomson-Reuters на основе индикативно объявляемых десятью банками ставок, по которым банки-участники в момент объявления котировок будут готовы предоставить кредиты, выдаваемые в соответствии с законодательством РФ первоклассным финансовым институтам, осуществляющим операции на московском денежном рынке. Рассчитывается на сроки «overnight», 1 неделя, 2 недели, 1, 2, 3 и 6 месяцев. Срок кредитования отсчитывается от даты завтра («tomorrow»), за исключением ставки «overnight».

Публикуется каждый рабочий день в 12:30 по московскому времени на странице MOSPRIME в Reuters и на сайте Национальной валютной ассоциации [www.nva.ru](http://www.nva.ru).

**MosIBOR** (*Moscow Interbank Offered Rate*) – индикативная ставка предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском межбанковском рынке, по которой банки предлагают размещать свои средства на депозитах других банков. Рассчитывается Национальной валютной ассоциацией совместно с Thomson-Reuters на основе индикативно объявляемых 16 банками ставок, по которым банки-участники в момент объявления котировок будут готовы предоставить кредиты другим банкам-участникам. Рассчитывается в разрезе следующих сроков: «overnight», 1 неделя, 2 недели, 1 месяц, 2 месяца, 3 месяца. Сроки кредитования (кроме overnight) отсчитываются с даты «сегодня».

Публикуется каждый рабочий день в 12:30 по московскому времени на странице MOSIBOR в Reuters и на сайте Национальной валютной ассоциации [www.nva.ru](http://www.nva.ru).

К другим факторам, влияющим на стоимость кредита, нужно отнести следующие: уровень риска на заёмщика (в том числе его финансовое состояние,

наличие ликвидных залогов и т.д.); спрос на кредитные ресурсы со стороны потенциальных заёмщиков; срок, на который оформляется кредит (действует общее правило – «чем “длиннее” кредит, тем он “дороже”»).

Под методами кредитования понимаются способы выдачи и погашения кредита в соответствии с принципами кредитования.

Среди базовых методов кредитования выделяются **кредит, кредитная линия и вексельный кредит**.

**Кредит** – наиболее простой метод кредитования, заключающийся в предоставлении заёмщику единовременно всей суммы, оговорённой в кредитном договоре, с определенным графиком погашения процентов и основного долга.

**Кредитная линия** может быть двух основных видов: **невозобновляемая кредитная линия (НКЛ)** и **возобновляемая (револьверная) кредитная линия (ВКЛ)**.

В рамках открытой кредитной линии банк устанавливает лимит кредитования (максимальную величину ссудной задолженности в рамках открытой кредитной линии), в течение периода действия которого заёмщик имеет право получать отдельные кредиты (транши).

Получение транша, как правило, оформляется путём подписания дополнительного соглашения или заявления к открытой кредитной линии, в котором указываются условия предоставляемого транша (сумма, срок, на который выдаётся транш, и ставка). В большинстве случаев при подписании соглашения о предоставлении кредитной линии банки оставляют за собой право в одностороннем порядке решать, предоставлять заёмщику очередной транш или нет. Такая политика обоснована тем, что банки осуществляют постоянный мониторинг финансового состояния заёмщика (в большинстве случаев – один раз в квартал, по мере формирования бухгалтерской отчетности) и в случае резкого ухудшения ситуации стремятся минимизировать свои риски путём, как минимум, неувеличения ссудной задолженности заёмщика.

**НКЛ** означает то, что при погашении одного или нескольких траншей, выданных в рамках данной линии, общий установленный лимит по кредитной линии не увеличивается (не восстанавливается).

Рассмотрим *пример* (табл.1). Допустим, банк открыл заёмщику НКЛ с лимитом 100 ден. ед. на срок 12 месяцев. В рамках установленного лимита заёмщик получает отдельные транши: 30 ден. ед. в 1-й месяц, 20 ден. ед. в 3-й месяц и т.д. В 6-м месяце, когда заёмщик берёт очередной транш (25 ден. ед.), общая задолженность по НКЛ становится равной 100 ден. ед., что равно установленному лимиту. Таким образом, в рамках данной НКЛ заёмщик не может больше брать транши даже в том случае, если он погасит часть задолженности (например, как это происходит в 8-м месяце).



### Пример выдачи траншей в рамках невозобновляемой кредитной линии

Период времени, мес	Выдача/погашение транша, ден. ед.	Задолженность, ден. ед.	Неиспользованный лимит, ден. ед.	Лимит, ден. ед.
1	30	30	70	100
2	0	30	70	100
3	20	50	50	100
4	25	75	25	100
5	0	75	25	100
6	25	100	0	100
7	0	100	0	100
8	-50	50	0	100
9	0	50	0	100
10	-50	0	0	100

Следовательно, при НКЛ, когда сумма всех выданных траншей достигает установленного лимита и заёмщик погашает часть задолженности по кредитной линии, он всё равно не может воспользоваться, казалось бы, освободившейся частью установленного лимита (см. рис. 4).

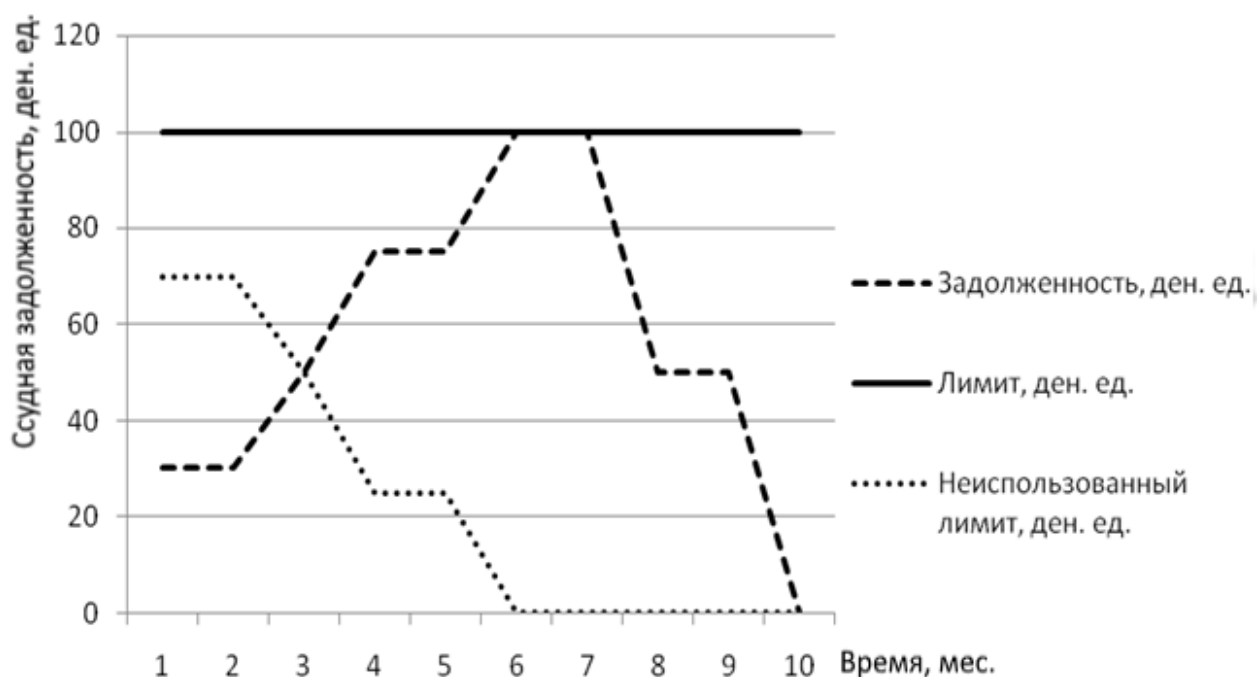


Рис. 4. Механизм работы невозобновляемой кредитной линии

**ВКЛ** означает, что при погашении одного или нескольких траншей, выданных в рамках данной линии, общий установленный лимит увеличивается (восстанавливается) на величину погашенного транша/траншей.

Рассмотрим *пример* (табл.2). Допустим, банк открыл заёмщику ВКЛ с лимитом 100 ден. ед. на срок 12 месяцев. В рамках установленного лимита заёмщик получает отдельные транши: 30 ден. ед. в 1-й месяц, 20 ден. ед. в 3-й месяц и

т.д. В 6-м месяце, когда заёмщик берёт очередной транш (25 ден. ед.), общая задолженность по НКЛ становится равной 100 ден. ед., что равно установленному лимиту (более этой суммы заёмщик транши взять не может). Далее, в 8-м месяце заёмщик погашает 50 ден. ед., общая задолженность по линии становится равной 50 ден. ед., и неиспользованный (доступный) лимит по ВКЛ становится равным 50 ден. ед. Далее, например, в 10-м месяце мы видим, что неиспользованный лимит составляет 70 ден. ед. (т.е. в 11-м месяце заёмщик может на один месяц (т.к. линия открыта на 12 месяцев) взять транш в сумме не более 30 ден. ед.).

Следовательно, при ВКЛ, когда сумма всех выданных траншей достигает установленного лимита и заёмщик погашает часть задолженности по кредитной линии, он снова может воспользоваться освободившейся частью установленного лимита (рис. 5).

Таблица 2

### Пример выдачи траншей в рамках возобновляемой кредитной линии

Период времени, мес.	Выдача/погашение транша, ден. ед.	Задолженность, ден. ед.	Неиспользованный лимит, ден. ед.	Лимит, ден. ед.
1	30	30	70	100
2	0	30	70	100
3	20	50	50	100
4	25	75	25	100
5	0	75	25	100
6	25	100	0	100
7	0	100	0	100
8	-50	50	50	100
9	30	80	20	100
10	-50	30	70	100

При кредитовании инвестиционных проектов банками, как правило, предлагается кредит либо НКЛ, по которой устанавливается график выборки и/или погашения траншей в соответствии с прогнозом движения денежных средств (cash flow), составленный графиком заёмщиком и представленный в банк в рамках бизнес-плана финансируемого проекта.

ВКЛ, в свою очередь, используется банками при финансировании оборотного капитала, а «длина» отдельных траншей, как правило, устанавливается не более длительности операционного (финансового) цикла заёмщика.

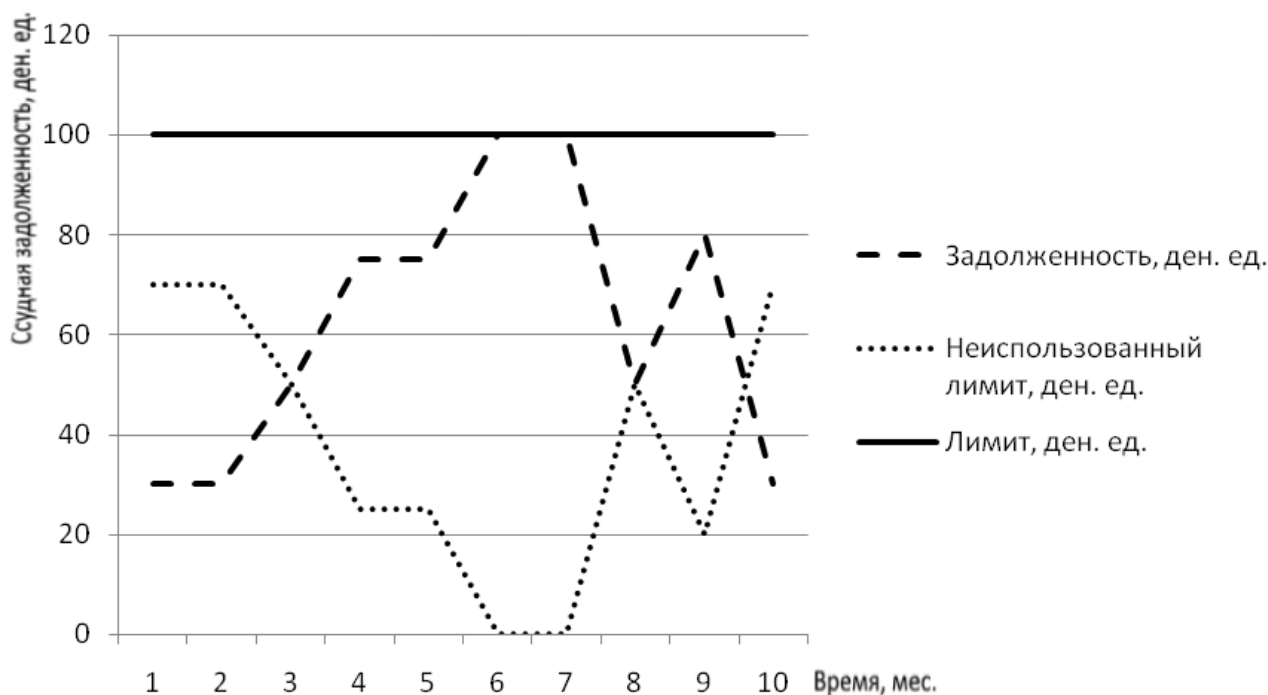


Рис. 5. Механизм работы возобновляемой кредитной линии

**!** При определении минимальной длительности транша необходимо понимать, сколько составляет операционный (финансовый) цикл – период времени от момента оплаты сырья до получения средств от покупателей готовой продукции (выручки от реализации).

Финансовый и производственный циклы на практике далеко не всегда совпадают (рис.5).

**Вексельный кредит** может быть двух видов:

- кредит на приобретение векселей;
- кредит под залог векселей.

Зачастую на практике термины «вексельный кредит» и «кредит на приобретение векселей» выступают как синонимы.

Кредит на приобретение векселей используется заёмщиком с целью организации расчетов со своими контрагентами (поставщиками), которые согласны (что подтверждается условиями оплаты, зафиксированными в соответствующих договорах купли-продажи) принять в качестве оплаты за поставленную продукцию/оказанные услуги векселя того или иного банка.

Последовательность действий при структурировании кредита на приобретение векселей состоит из следующих этапов (рис. б):

1) Заёмщик проводит переговоры со своими поставщиками и договаривается, что в качестве оплаты за поставленную продукцию/оказанные услуги будут переданы векселя определенного банка и определенной срочности (на практике этот срок может составлять до 60–90 дней – векселя с бóльшим сроком погашения скорее всего откажутся взять в оплату). В таком случае на векселе ставится надпись «со сроком предъявления не ранее чем через ... дней».

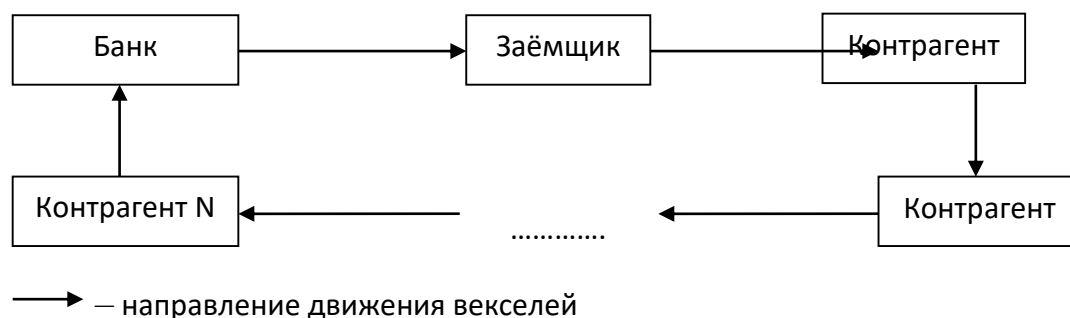


Рис. 6. Схема кредитования векселями банка и дальнейшее их использование

2) Банк выдаёт заёмщику кредит, на который заёмщик в день выдачи кредита должен приобрести векселя этого банка со сроком предъявления, равным длительности кредита и сроку, согласованному в п.1. Стоимость обслуживания такого кредита будет значительно меньше, чем стоимость обычного коммерческого кредита. В настоящее время среднерыночная стоимость такого кредита составляет 5–8% годовых. Такой уровень ставок объясняется тем, что для банка такой кредит, по сути, является «безденежным», т.к. реального отвлечения денежных средств не происходит.

3) Заёмщик рассчитывается полученными векселями со своими контрагентами.

4) Контрагенты в свою очередь могут либо рассчитаться этими векселями со своими контрагентами, либо дождаться срока платежа по векселям и предъявить их к оплате банку (т.е. учесть вексель), либо договориться с банком о досрочном погашении векселей, но при этом банк учтёт эти векселя не по номиналу, а с определенным дисконтом.

Таким образом, преимуществом такого вида кредита является его «дешевизна» в сравнении со стандартным денежным кредитом. Недостаток заключается в том, что далеко не каждый контрагент согласится принять в оплату вместо денежных средств срочные векселя (пусть даже и первоклассного банка).

Следовательно, в рамках реализации инвестиционного проекта на стадии проведения переговоров с поставщиками сырья и материалов предприятию необходимо в том числе обсудить с ними вексельные формы расчетов (в ряде случаев, как правило, при участии кредитной организации возможно построение «цепочек» расчетов банковскими векселями между рядом контрагентов. При этом суммарный срок нахождения векселя в расчетах может практически совпадать с тем сроком, на который он выписан).

Кредит под залог векселей может быть реализован в трёх вариантах:

- Залог векселей, эмитированных самим заёмщиком (по своей сути такой кредит является для банка бланковым. Формальное наличие залогов в совокупности с адекватным финансовым состоянием залогов позволяет кредитной организации формировать минимальные обязательные резервы).

- Залог векселей, эмитированных третьими лицами (как правило, крупными корпорациями, имеющими положительную публичную кредитную историю).

- Залог векселей, приобретенных у кредитующего банка. Одним из возможных вариантов такого кредита является связанный кредит, т.е. когда заёмщик или третье лицо (как правило, аффилированное к заёмщику) приобретает в банке вексель/векселя со сроком погашения, совпадающим со сроком кредита. Одновременно эти векселя передаются в залог (заклад) банку.

Необходимо отметить, что в этом случае владелец векселя получает доход от срочного размещения средств в банке (т.е. вексель оформляется либо процентный, либо дисконтный). В свою очередь для банка такая операция, по сути, является безрисковой (если деньги привлекаются на срок  $N$  дней, то срок кредита будет составлять  $(N-1)$  день). В результате владелец средств и заёмщик могут выбрать оптимальные для себя ставки по векселю и по кредиту, соответственно, при сохранении минимальной маржи банка, которая на практике может составлять от 2,5 до 5% годовых.

Например, банк предлагает стандартную ставку кредитования 17% годовых при сроке кредита 365 дней, стандартная ставка привлечения ресурсов на этот же срок составляет 11% годовых. При этом банк закладывает для себя минимальную рентабельность одной операции 3% годовых. В случае если рассматривается вариант связанного кредита, то заёмщик и владелец средств могут выбрать любую величину ставок при сохранении минимальной маржи банка (15% – по кредиту и 12% – по депозиту; 10% – по кредиту и 7% – по депозиту; любые другие сочетания). При этом, естественно, должны учитываться минимально и максимально допустимый уровень ставок, при котором не возникает дополнительного налогообложения в соответствии с действующим законодательством.

В чём же смысл данной операции, если заёмщик и владелец свободных денежных средств могут договориться о выдаче займа самостоятельно, без дополнительных расходов, связанных с банковским обслуживанием?

Действительно, актуальность такого связанного кредита возникает достаточно редко. В качестве примера мотивации реализации таких сделок может выступать желание холдинговой компании профинансировать потребности одной из своих дочерних организаций. При этом холдинговая компания понимает, что, если выдаст займ напрямую «дочери», то её менеджмент может не достаточно ответственно подходить к этому финансовому обязательству (возникают мысли: «можно ведь задержать срок возврата займа, ведь это наш основной акционер – подождёт!»). Другое дело, если кредит получен в банке и несвоевременный возврат кредита испортит кредитную историю – зачастую такой подход дисциплинирует. Возможны и другие мотивы реализации таких сделок.

Ещё одним инструментом, позволяющим снизить нагрузку по обслуживанию заёмного капитала, является **гарантия** – односторонняя сделка, в соответствии с которой гарант (кредитная или страховая организация) по просьбе другого лица (принципала) даёт письменное обязательство выплатить оговоренную денежную сумму по предоставлении кредитором принципала (бенефициаром) письменного требования о её уплате (в котором указывается, в чём состоит нарушение принципалом основного обязательства, в обеспечение которого выдана гарантия).

Гарантия обеспечивает надлежащее исполнение принципалом его основного обязательства перед бенефициаром, в соответствии с чем выделяют различные виды гарантий: гарантия исполнения обязательств по договору, гарантия возврата аванса, тендерная гарантия и т.д.

Обязательство гаранта перед бенефициаром по гарантии прекращается в следующих случаях:

- уплатой бенефициару суммы, на которую выдано обязательство;
- окончанием определенного в нём срока, на который выдана гарантия;
- по причине отказа бенефициара от своих прав по гарантии и возвращения её гаранту;
- из-за отказа бенефициара от своих прав по гарантии путём письменного заявления об освобождении гаранта от его обязательства.

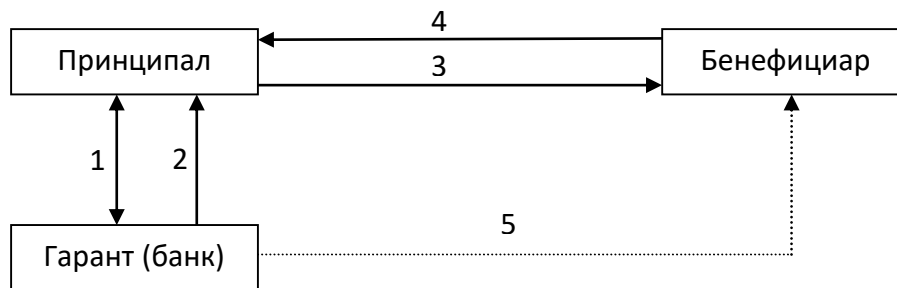
Банковская гарантия характеризуется тремя свойствами:

- безотзывностью (гарантия не может быть отозвана гарантом, кроме случаев, когда это оговорено в самой гарантии);
- абстрактностью (гарантия не зависит от основного обязательства, в обеспечение исполнения которого оно выдано, даже если в нём содержится ссылка на это обязательство);
- гарантия ограничивается суммой, на которую она выдана.

За выдачу гарантии принципал уплачивает гаранту вознаграждение, величина которого меньше, чем стоимость денежного кредита, и может составлять от 2 до 5% годовых (независимо от валюты обязательства). Более низкая стоимость связана с тем, что гарантия для банка (гаранта) носит безденежный характер (т.е. банк отвлекает свои пассивы только в случае, если возникает необходимость удовлетворения требований бенефициара по выданной гарантии).

Следует различать договор о предоставлении банковской гарантии и саму банковскую гарантию. Договор о предоставлении банковской гарантии носит двухсторонний характер (заключается между принципалом и гарантом). В таком договоре фиксируются условия предоставления гарантии: срок и сумма, на которые выдаётся гарантия, вознаграждение банка и вид гарантии. Такой договор является основанием для того, чтобы банк выдал собственно банковскую гарантию – односторонний документ (подписывается только со стороны банка).

В процессе переговоров со своими поставщиками (например, поставщиками основных средств при реализации инвестиционного проекта) предприятие (принципал) может предложить предоставить отсрочку платежа и на этот период предоставить банковскую гарантию (рис. 7). В данном случае предприятие получает товарный кредит на период отсрочки платежа, стоимость которого соответствует проценту, выплачиваемому за предоставленную гарантию.



- 1 – Договор предоставления банковской гарантии по договору купли-продажи, указанному в п.1, и обеспечительный договор/договоры (поручительства, залога и т.д.).
- 2 – Выдача собственно банковской гарантии.
- 3 – Передача банковской гарантии поставщику основных средств (бенефициару).
- 4 – Поставка основных средств с отсрочкой платежа (на практике, возможно, по договору купли-продажи выплачен авансовый платёж (10–40% от суммы контракта)).
- 5 – Исполнение обязательств банком за принципала в сумме банковской гарантии (в данном случае равняется сумме контракта минус величина уплаченного аванса) в случае, если принципал самостоятельно не исполнил своих обязательства по контракт перед бенефициаром.

Рис. 7. Алгоритм предоставления банковской гарантии исполнения обязательств (условий расчетов) по договору купли-продажи оборудования

**!** При оформлении как банковской гарантии, так и кредита на приобретение векселей банк всегда предъявляет к принципалу/заёмщику такие же требования, как и при выдаче коммерческого (денежного) кредита, – адекватное утвержденной кредитной политике банка финансовое состояние принципала/заёмщика и наличие обеспечения.

Таким образом, при реализации инвестиционного проекта в качестве альтернативы кредита и/или дополнения к кредиту могут выступать инструменты вексельного кредитования и банковские гарантии, которые позволяют минимизировать стоимость обслуживания привлеченных средств. Между тем для предприятия использование указанных инструментов подразумевает не только участие финансовых менеджеров в планировании денежного потока, но и активное участие контрактно-договорных (снабженческих) подразделений предприятия, отвечающих за заключаемые контракты по поставке необходимых для реализации инвестиционного проекта элементов и привлечение подрядных организаций, в согласовании (а может быть, и «продавливании») наиболее оптимальных условий расчетов. Зачастую рассматриваемые варианты (вексельные кредиты и гарантии) являются компромиссным вариантом, способным удовлетворить обе стороны.

#### Вопросы для самоконтроля

1. Каково содержание основных принципов банковского кредитования?
2. Перечислить и дать краткую характеристику основных видов банковского кредитования. Какие из перечисленных могут применяться для финансирования инвестиционных проектов?
3. Что такое «структурирование кредита»? Дать краткую характеристику основных элементов процесса структурирования кредита.

4. Перечислить основные подходы к порядку начисления и уплаты процентов.
5. Какие факторы оказывают влияние на уровень ставки по кредиту?
6. Чем кредит отличается от кредитной линии? Что такое транш?
7. Дать общую характеристику невозобновляемой кредитной линии.
8. Дать общую характеристику возобновляемой кредитной линии.
9. Дать общую характеристику вексельного кредита.
10. Чем гарантия отличается от кредита? Как гарантия может использоваться в процессе реализации инвестиционного проекта?

#### *4.2. Лизинг*

В рамках реализации инвестиционного проекта перед предприятием так или иначе встает задача приобретения основных средств – будь то технологическое оборудование, автотранспорт, нематериальные активы или недвижимость. В таком случае, если рассматриваются источники заёмного финансирования, имеет смысл выбрать более оптимальную схему финансирования: кредит или лизинг.

В России лизинг регулируется федеральным законом №164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)» и гл. 25 налогового кодекса РФ.

В соответствии с законом:

1) Договор лизинга – договор, в соответствии с которым арендодатель (лизингодатель) обязуется приобрести в собственность указанное арендатором (лизингополучателем) имущество у определенного им продавца и предоставить лизингополучателю это имущество за плату во временное владение и пользование. Договором лизинга может быть предусмотрено, что выбор продавца и приобретаемого имущества осуществляется лизингодателем.

2) Предметом лизинга могут быть любые непотребляемые вещи, в том числе предприятия и другие имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество, которое может использоваться для предпринимательской деятельности.

Предметом лизинга не могут быть земельные участки и другие природные объекты, а также имущество, которое федеральными законами запрещено для свободного обращения или для которого установлен особый порядок обращения.

Иными словами, перефразируя данные положения федерального закона, можно отметить, что предметом лизинга могут быть любые основные средства, на которые должна начисляться амортизация. Соответственно, в лизинг могут передаваться, например, и нематериальные активы (на практике такие прецеденты единичны, что во многом связано с неразвитостью практики независимой оценки нематериальных активов), т.к. амортизация на них также начисляется.

3) Лизингодатель – физическое или юридическое лицо, которое за счет привлеченных и/или собственных средств приобретает в ходе договора лизинга в собственность имущество и предоставляет его в качестве предмета лизинга лизингополучателю за определенную плату, на определенный срок и на опреде-



ленных условиях во временное владение и пользование с переходом или без перехода к лизингополучателю права собственности на предмет лизинга.

Необходимо отметить, что в настоящее время лизинговая деятельность в РФ не лицензируется.

4) Лизингополучатель – физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором лизинга обязано принять предмет лизинга за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение и в пользование в соответствии с договором лизинга.

При этом на практике лизингополучателем в подавляющем большинстве случаев выступает юридическое лицо, в связи с тем что именно оно может использовать все преимущества налогообложения, которые предоставляет законодательство для лизинговой сделки.

5) Продавец – физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором купли-продажи с лизингодателем продаёт лизингополучателю в обусловленный срок имущество, являющееся предметом лизинга. Продавец обязан передать предмет лизинга лизингодателю или лизингополучателю в соответствии с условиями договора купли-продажи. Продавец может одновременно выступать в качестве лизингополучателя в пределах одного лизингового правоотношения.

Всех лизингодателей по наличию собственного капитала можно разделить на следующие группы:

1) Лизингодатели, входящие в банковские холдинги и получающие финансирование для организации лизинговых сделок от своих материнских банков.

2) Специализированные лизингодатели, созданные производителями основных средств с целью расширения своих каналов сбыта.

3) Независимые и неаффилированные с какой-либо кредитной организацией лизингодатели, за время своего существования успевшие сформировать достаточный объём собственных средств для финансирования будущих лизинговых сделок.

4) Независимые и неаффилированные с какой-либо кредитной организацией лизингодатели, не имеющие достаточного собственного капитала и привлекающие под каждую новую кредитную сделку кредит того или иного банка.

Таким образом, как правило, лизингодатели, входящие в 1–3-ю группы, не привлекают лизингополучателя в качестве поручителя по кредиту, получаемому от банка для финансирования сделки.

В соответствии с Федеральным законом №164-ФЗ основными формами лизинга являются внутренний лизинг и международный лизинг.

При осуществлении внутреннего лизинга лизингодатель и лизингополучатель являются резидентами РФ.

При осуществлении международного лизинга лизингодатель или лизингополучатель является нерезидентом РФ.

Вместе с тем в экономической литературе выделяют множество классификаций лизинга по различным критериям. Практическое же применение имеют следующие три вида лизинга:

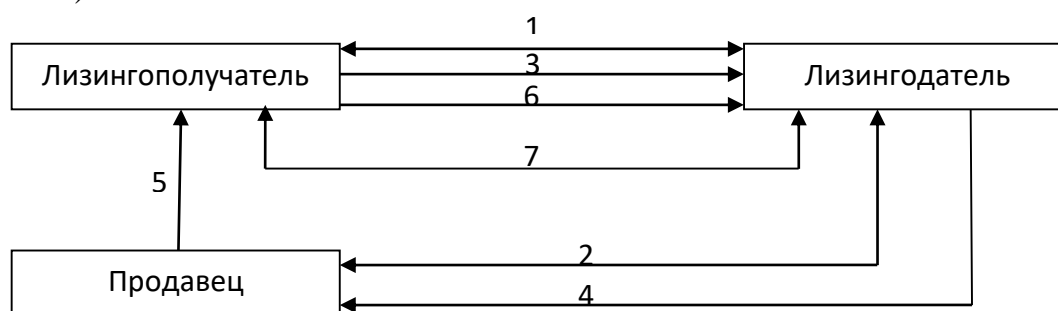
1) Оперативный лизинг – лизинг с неполной окупаемостью, когда по окончании срока договора лизинга предмет лизинга возвращается лизингодателю.

Как правило, предметом лизинга в рамках оперативного лизинга выступает автомобильный парк. При этом лизингодатель берёт на себя (и за свой счет) сервисные функции, связанные с текущим обслуживанием автомобилей (регистрация в ГИБДД, проведение планового техобслуживания, ремонта и т.д.). Такой подход только начинает получать развитие на территории России, но международная практика доказывает эффективность такой работы, которая напрямую связана с преимуществами, получаемыми предприятием от концепции аутсорсинга.

2) Финансовый лизинг – лизинг с полной окупаемостью, когда срок лизинга соизмерим со сроком полной амортизации предмета лизинга и по окончании договора лизинга предмет лизинга выкупается в собственность лизингополучателя. Данный вид лизинга получил наибольшее распространение в нашей стране и наиболее применим при организации финансирования инвестиционных проектов.

3) Возвратный лизинг – лизинг, когда продавец и лизингополучатель выступают в одном лице. Таким образом лизингополучатель может организовать, например, пополнение своего оборотного капитала.

Рассмотрим алгоритм сделки финансового лизинга с участием лизингодателя, входящего в 1–3-ю группы (обладает достаточным собственным капиталом) (рис. 8).



- 1 – Договор финансового лизинга.
- 2 – Договор купли-продажи основных средств (предмета лизинга).
- 3 – Аванс в соответствии с договором лизинга (как правило, 0–40% от суммы договора купли-продажи основных средств).
- 4 – Оплата по договору купли-продажи основных средств, которые переходят в собственность лизингодателя.
- 5 – Поставка, монтаж и пуско-наладочные работы предмета лизинга.
- 6 – Выплата периодических лизинговых платежей по договору лизинга.
- 7 – Окончательный платёж в размере остаточной стоимости предмета лизинга в пользу лизингодателя, переход права собственности предмета лизинга к лизингополучателю и окончание срока действия договора лизинга.

Рис. 8. Алгоритм сделки финансового лизинга с участием лизингодателя, обладающего достаточным собственным капиталом

В случае если лизингодатель вынужден сам привлекать заёмное финансирование для организации лизинговой сделки, то алгоритм финансового лизинга будет следующий (рис. 9):



- 1 – Договор финансового лизинга.
- 2 – Договор купли-продажи основных средств (предмета лизинга).
- 3 – Аванс в соответствии с договором лизинга (как правило, 0–40% от суммы договора купли-продажи основных средств).
- 4 – Кредит для финансирования приобретения предмета лизинга (стоимость приобретения предмета лизинга – аванс).
- 4' – Поручительство лизингополучателя по кредиту в п.4.
- 5 – Оплата по договору купли-продажи основных средств, которые переходят в собственность лизингодателя.
- 6 – Поставка, монтаж и пуско-наладочные работы предмета лизинга.
- 7 – Выплата периодических лизинговых платежей по договору лизинга.
- 8 – Окончательный платёж в размере остаточной стоимости предмета лизинга в пользу лизингодателя, переход права собственности предмета лизинга к лизингополучателю и окончание срока действия договора лизинга.

Рис. 9. Алгоритм сделки финансового лизинга с участием лизингодателя, привлекающего банковский кредит для финансирования лизинговой сделки

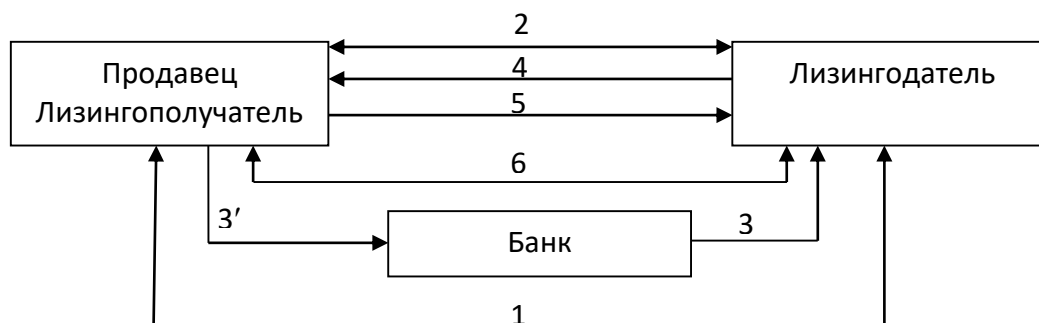
Кроме того, в рассмотренном алгоритме оформляемый в банке кредит, безусловно, должен быть обеспечен залогом. Принимая во внимание тот факт, что кредит выдаётся в момент, когда право собственности на приобретаемый (будущий) предмет лизинга не перешло лизингодателю, то, как правило, банк поставит условие предоставления какого-либо другого имущества, принадлежащего либо лизингополучателю, либо лизингодателю. В дальнейшем (когда предмет лизинга будет уже в собственности лизингодателя) по предварительной договорённости с банком возможен вариант замены первоначального предмета залога на предмет лизинга.

Возвратный лизинг также может быть организован лизингодателем, как имеющим собственные средства, так и привлекающим ресурсы от банка. Рассмотрим пример, когда сделка возвратного лизинга финансируется за счет заёмного капитала (рис. 10).

Таким образом, возвратный лизинг является одним из способов привлечения заёмного капитала для целей пополнения оборотных средств. В данном случае менеджмент предприятия должен сделать сравнительный анализ расходов, связанных с обслуживанием кредита, и расходов по лизингу с учётом тех преимуществ, которые будут рассмотрены ниже.

Вместе с тем схема возвратного лизинга в ряде случаев может быть истолкована налоговыми органами как инструмент уменьшения налогооблагаемой базы. В целях недопущения подобного толкования возвратного лизинга необходимо, чтобы лизингополучатель и лизингодатель не были аффилированными друг с другом. При этом лизингодатель должен быть действительно «игроком

лизингового рынка», имеющим не только единичные сделки с аффилированными с лизингополучателем компаниями, но и портфель лизинговых сделок с рядом других юридических лиц.



- 1 – Договор купли-продажи основных средств (предмета лизинга).
- 2 – Договор финансового лизинга.
- 3 – Кредит для финансирования приобретения предмета лизинга (стоимость приобретения предмета лизинга – аванс).
- 3' – Поручительство лизингополучателя по кредиту в п.3.
- 4 – Оплата по договору купли-продажи основных средств, которые переходят в собственность лизингодателя (физически основные средства остаются у лизингополучателя и продолжают участвовать в производственном процессе).
- 5 – Выплата периодических лизинговых платежей по договору лизинга.
- 6 – Окончательный платёж в размере остаточной стоимости предмета лизинга в пользу лизингодателя, переход права собственности предмета лизинга к лизингополучателю и окончание срока действия договора лизинга.

Рис. 10. Алгоритм сделки возвратного лизинга с участием лизингодателя, привлекающего банковский кредит для финансирования лизинговой сделки


Кроме того, возможна организация сделки на принципах сублизинга, т.е. когда лизингополучатель (сублизингодатель) передаёт предмет лизинга по договору сублизинга сублизингополучателям. При этом должны выполняться следующие условия:

- 1) должно быть письменное разрешение (согласие) лизингодателя;
- 2) максимальный срок договоров сублизинга не должен превышать срока договора лизинга;
- 3) участники сделки (поставщик, страховщик, кредитор) должны быть извещены о договоре сублизинга;
- 4) стоимость договора лизинга и сублизинга не связаны друг с другом;
- 5) возможен договор цессии;
- 6) балансодержателем не может быть сублизингополучатель.

На практике сублизинг не получил большого распространения в связи с тем, что, как правило, для сублизингополучателя (иными словами – конечного лизингополучателя) стоимость договора сублизинга вырастает на соответствующее вознаграждение лизингополучателя (сублизингодателя).

В сравнении с традиционной арендой финансовый лизинг имеет преимущество, которое заключается в том, что лизингополучатель выплачивает лизингодателю не периодическую (ежемесячную, ежеквартальную и т.д.) плату за пользование предметом лизинга, а его первоначальную стоимость. А срок договора лизинга не может превышать срока полезного использования предмета ли-

зинга с учётом коэффициента ускоренной амортизации (который в соответствии с ГК РФ при договоре лизинга устанавливается до трёх лет). Например, при сроке полезного использования предмета лизинга 15 лет договор лизинга будет заключен на срок до 5 лет, т.е. через 5 лет лизингополучатель сможет выкупить этот объект основных средств по нулевой остаточной стоимости (хотя на практике в таких случаях договор заключается на срок, чуть меньший, например, 4 года и 11 месяцев, с тем чтобы выкупная стоимость не равнялась нулю).

 *Первоначальной стоимостью имущества, являющегося предметом лизинга, признаётся сумма расходов лизингодателя на его приобретение, сооружение, доставку, изготовление и доведение до состояния, в котором оно пригодно для использования, за исключением сумм налогов, подлежащих вычету или учитываемых в составе расходов в соответствии НК РФ.*

К преимуществам лизинга в сравнении с кредитом можно отнести следующие:


1) Улучшается структура баланса лизингополучателя, т.к. при лизинге не возникает ссудной задолженности, а возникают лишь забалансовые обязательства. Нужно отметить, что в настоящее время большинство кредитных организаций в своей кредитной политике предусматривают данный фактор и учитывают весь финансовый долг заёмщика, включая нагрузку по лизинговым платежам. В связи с этим данное преимущество является относительным и не всегда реализуется на практике.

2) В качестве залога выступает сам предмет лизинга. На практике это справедливо, если лизингополучатель уплачивает какой-либо аванс по договору лизинга (который, по сути, выступает завуалированным дисконтом, если проводить аналогию с залогом при классическом кредитовании). В противном случае возможно, что банк/лизингодатель поставит условие предоставления дополнительного обеспечения на величину, равную разности между суммой приобретаемого предмета лизинга и установленным коэффициентом залога.

3) Экономия по налогу на имущество, которая напрямую вытекает из возможности, которую предоставляет гл.25 НК РФ и заключающаяся в применении коэффициента ускоренной амортизации до трёх. На практике, как правило, данный коэффициент и устанавливается в максимально возможном размере, т.е. три. Несложно сделать сравнение величины уплачиваемого налога на имущество при стандартном (базовом) сроке амортизации и при использовании ускоренной амортизации, когда налогооблагаемая база (т.е. остаточная стоимость имущества – предмета лизинга) уменьшается в три раза быстрее.

4) Экономия по налогу на прибыль (и это, по сути, самое основное преимущество лизинга), которая возникает в результате того, что весь лизинговый платёж включается в себестоимость, в то время как при кредите только уплачиваемые проценты включаются в расчет себестоимости.

Как правило, ещё к преимуществам лизинга в литературе относят то, что лизингодатель сам выбирает оптимальный (с технологической и других точек зрения) предмет лизинга и согласовывает его с лизингополучателем (т.е. расходы по поиску оптимального для лизингополучателя предмета лизинга несёт лизингодатель), при составлении графика лизинговых платежей учитывается фактор сезонности. На практике же лишь небольшой круг лизингодателей осуществляют поиск необходимого предмета лизинга (обычно это делает сам лизингополучатель, а лизингодатель выступает лишь как инструмент, с помощью которого реализуется лизинговая схема), а график лизинговых платежей составляется по аналогии с графиком платежей по кредиту – аннуитет либо дифференцированные платежи с периодическими равными погашениями основного долга.

 *Лизинговые платежи – общая сумма платежей по договору лизинга за весь срок действия договора лизинга, в которую входит возмещение затрат лизингодателя, связанных с приобретением и передачей предмета лизинга лизингополучателю, возмещение затрат, связанных с оказанием других предусмотренных договором лизинга услуг, а также доход лизингодателя. В общую сумму договора лизинга может включаться выкупная цена предмета лизинга, если договором лизинга предусмотрен переход права собственности на предмет лизинга к лизингополучателю.*

Таким образом, сравнение экономической целесообразности выбора использования кредита или лизинга, главным образом, заключается в сравнении дисконтированной стоимости расходов на приобретение объекта основных средств за весь период срока полезного использования (с учётом экономии по налогу на прибыль и налогу на имущество) с возможным удорожанием ставки при лизинговой сделке в сравнении с классическим кредитом (как правило, такое происходит в том случае, когда лизингодатель привлекает заёмное финансирование (банковский кредит) для приобретения предмета лизинга).

Дилемма заключается в том, какой период расчета выбрать, чтобы обеспечить единую базу для сравнения: срок, соответствующий сроку полезного использования с ускоренной амортизацией (т.е. срок финансового лизинга), или полный срок полезного использования, или срок, на который может быть выдан кредит. На наш взгляд, стремление в расчетах (сравнение кредита и лизинга) использовать единый временной интервал (в качестве единой базы для расчета) является неоправданным и наиболее показательным (и имеющим практическое значение) является сравнение за те периоды (пусть они и не совпадают по длительности), которые соответствуют отдельно кредитной и отдельно лизинговой сделке.

Вместе с тем использование лизинговой сделки нецелесообразно в том случае, когда лизингополучатель и без этого имеет низкую величину чистой прибыли. Иными словами, в таком случае при использовании лизинга он получит чистый убыток, что в дальнейшем негативно скажется на его потенциале привлекать банковские кредиты.

Можно отметить также, что лизинг не имеет смысла использовать предпринимателям без образования юридического лица и физическим лицам – они не получают экономии ни по налогу на прибыль, ни по налогу на имущество.

Погашение задолженности по лизинговым сделкам может осуществляться на основе различных способов погашения. При этом лизингополучатель и лизингодатель по договорённости сторон фиксируют в договоре наиболее приемлемый для них по срокам и размерам платежей способ.

Задолженность по лизингу погашается через следующие виды платежей: аванс, периодические лизинговые платежи, выкупная (остаточная) стоимость предмета лизинга. Периодические лизинговые платежи, в свою очередь, могут быть регулярные (лизинговые платежи, производимые через равные интервалы времени в конце или в начале каждого периода) и нерегулярные (платежи, производимые по согласованному с лизингодателем графику, содержащему суммы платежей и их сроки. Как правило, такой вид платежей применяется, если учитывается сезонный фактор в деятельности лизингополучателя, и в отечественной практике используется редко.

Регулярные лизинговые платежи могут быть рассчитаны по следующей формуле:

$$P=(C-A)*\frac{I:T}{1-1:(1+I:T)^{T \times П}},$$

где P – сумма регулярного лизингового платежа;

C – стоимость передаваемого в лизинг имущества;

A – величина авансового платежа;

П – срок договора лизинга (лет);

I – лизинговый процент (включая стоимость денежных ресурсов, вознаграждение лизингодателя, рисковую премию);

T – периодичность лизинговых платежей (количество платежей в течение одного года).

В случае если предмет лизинга по окончании договора выкупается лизингополучателем по остаточной стоимости, то полученное значение регулярного лизингового платежа должно быть скорректировано на поправочный коэффициент ( $K_{oc}$ ):

$$K_{oc}=\frac{1}{1+OC \times 1:(1+I:T)^{T \times П}},$$

где OC – остаточная стоимость предмета лизинга (как доля от первоначальной стоимости).

Таким образом, использование лизинга позволяет предприятию получить экономию по ряду налогов и упростить поиск необходимого для оформления сделки обеспечения. Финансовый менеджмент предприятия при выборе инструментов финансирования при приобретении объектов основных средств в рамках реализуемого инвестиционного проекта всегда должен делать сравнительный расчет эффективности использования кредита и лизинга. Только по ре-

результатам такого сравнительного анализа можно прогнозировать неухудшение уровня финансовой конкурентоспособности предприятия.

#### *Вопросы для самоконтроля*

1. Что такое лизинг? Что может являться предметом и объектом договора лизинга?
2. Дать характеристику основных видов лизинга.
3. В чём заключается содержание финансового лизинга?
4. В чём заключается содержание возвратного лизинга?
5. Каковы основные преимущества лизинга в сравнении с кредитом?
6. Каковы особенности расчета лизинговых платежей?

### **4.3. Инструменты экспортно-импортного финансирования**

В ряде случаев предприятие при планировании реализации инвестиционного проекта сталкивается с ситуацией, когда основные средства, сырье, материалы, нематериальные активы и другие ресурсы, позволяющие создавать конкурентоспособную продукцию, производят не на территории России. В *данном случае* инициатор инвестиционного проекта стоит перед выбором либо приобрести необходимые основные средства у какого-либо представителя (дилера), работающего на территории нашей страны, и, соответственно, оплатить данную поставку рублями (тогда целесообразно рассматривать варианты финансирования, указанные выше), либо покупать основные средства напрямую у иностранного производителя за иностранную валюту.

В последнем случае инициатор инвестиционного проекта сталкивается со следующим выбором (конечно же, если не собирается совершать сделку только за счет собственных средств):

- Получить кредит в рублях, конвертировать его в валюту контракта и осуществить оплату по договору поставки основных средств. В этом варианте у предприятия не возникает валютных рисков погашения кредита.

- Получить кредит в валюте контракта. В данном случае есть вероятность появления валютных рисков (конечно же, если предприятие не имеет валютной выручки).

- Использование таких инструментов, как аккредитив, финансирование под гарантии экспортных страховых агентств, форфейтинг и их сочетания.

При этом в первых двух вариантах при заключении контракта, как правило, компания-экспортёр на переговорах устанавливает условие об оплате аванса в размере 30–50% от стоимости поставки. В то же время, принимая во внимание тот факт, что экспортёр в подавляющем большинстве случаев после получения аванса только начинает процесс изготовления инвестиционного товара (в контексте реализации инвестиционных проектов в первую очередь речь идёт об объектах основных средств), необходимо учитывать длительность производ-



ственного цикла, которая может достигать 1–1,5 года, а это, как минимум, означает отвлечение средств импортёра (в размере уплаченного аванса) на период изготовления и поставки.

Следовательно, использование инструментов импортного финансирования позволяет оптимизировать расходную часть денежного потока инициатора инвестиционного процесса и минимизировать стоимость заёмного финансирования в сравнении с рублёвым банковским кредитом.

Итак, в основе большинства всех инструментов импортного финансирования лежит аккредитив.

**Аккредитив** – это обязательство банка произвести по поручению и в соответствии с указаниями импортёра оплату платёжных документов экспортёра или акцепт его тратты (при продаже товаров в кредит) в пределах определенной суммы и срока и при предоставлении в банк **заранее оговоренных документов**.

**Аккредитив** – соглашение, в силу которого банк (банк-эмитент), действуя по поручению клиента (приказодателя) или от его имени,

- должен произвести платёж третьему лицу или по его приказу бенефициару либо оплатить, или акцептовать переводные векселя (тратты), выставленные бенефициаром, или

- даёт полномочия другому банку произвести такой платёж, оплатить или акцептовать переводные векселя (тратты), или

- даёт полномочия неогоцировать (купить или учесть) переводные векселя (тратты) другому банку в пределах определенной суммы и в установленный срок при своевременном предоставлении документов, указанных в аккредитиве (например, подтверждающих отправку товара или выполнение услуг), если соблюдены все условия аккредитива.

Участниками аккредитивной сделки являются следующие:

**Аппликант (приказодатель)** – лицо, которое обращается в свой банк с просьбой об открытии аккредитива. Обычно приказодателем является покупатель (импортёр), но при финансировании экспорта (back-to-back) в качестве приказодателя может выступать и продавец-посредник.

**Бенефициар (поставщик)** – сторона, которой адресуется аккредитив и в пользу которой будет произведён платёж при условии предоставления документов, указанных в аккредитиве. Обычно бенефициаром является продавец (экспортёр).

**Банк-эмитент** – банк, который открывает аккредитив по поручению приказодателя или просит другой банк открыть аккредитив за его счет и по его поручению. Обычно банком-эмитентом является банк импортёра, но при финансировании экспорта (back-to-back) в качестве банка-эмитента может выступать и банк экспортёра.

**Авизирующий банк** – банк, который извещает бенефициара об открытии аккредитива. Обычно авизирующим банком является банк экспортёра, но может быть и банк-эмитент, банк-плательщик или какой-либо третий банк.

**Подтверждающий банк** – банк, принимающий на себя обязательства в дополнение к обязательствам банка-эмитента произвести платёж (акцепт тратт) бенефициару при соблюдении им условий аккредитива. Подтверждающим может быть авизирующий, исполняющий или какой-либо третий банк, но это должен быть крупный, хорошо известный, обычно первоклассный банк.

**Банк-плательщик (исполняющий банк)** – банк, указанный в аккредитиве как осуществляющий платёж бенефициару против документов, предусмотренных аккредитивом. Им может быть банк-эмитент, авизирующий банк, подтверждающий банк, любой иной банк, уполномоченный банком-эмитентом.

**Переводящий банк** – банк, принимающий на себя обязательства по переводу (трансферации) трансферабельного аккредитива на второго бенефициара. Банк несёт обязательства по переводу аккредитива после оплаты соответствующих расходов, которые, как правило, несёт продавец-посредник.

**Иностранный банк** – банк иностранного контрагента инициатора инвестиционного проекта. При финансировании импорта иностранный банк является подтверждающим и/или авизирующим банком. При финансировании экспорта иностранный банк является банком-эмитентом.

**Основными принципами** документарного аккредитива являются:

- 1) принцип абстрактности (независимость аккредитива от контракта);
- 2) принцип строгого формализма (стороны по аккредитиву имеют дело только с документами).

Использование аккредитива гарантирует экспортёру своевременное получение экспортной выручки. Для покупателя (импортёра) это более дешёвая форма финансирования (по сравнению с получением кредита для предоплаты по контракту) и гарантия обеспечения обязательств продавца по контракту (контроль банком выполнения условий аккредитива).

Условия применения документарного аккредитива (вид аккредитива, банки, участвующие в расчетах, перечень документов, предоставляемых экспортёром в банк для выполнения аккредитивного поручения) специально оговариваются в контракте (как правило, в разделе «Условия и порядок расчетов»), заключаемом между импортёром и экспортёром.

В международной практике правоотношения сторон при аккредитивной форме расчетов регулируются Унифицированными правилами и обычаями для документарных аккредитивов (УПОДА) № 500, опубликованными Международной торговой палатой (ред. 1993 г., вступили в силу с 1 января 1994 г.).

**Основные виды аккредитивов:**

1) Безотзывной – аккредитив не может быть отменён (отозван) банком покупателя без согласия получателя средств. Безотзывной аккредитив, подтверждённый исполняющим банком, не может быть отменён без согласия этого банка.

2) Отзывной – аккредитив может быть изменён или отменён (отозван) банком-эмитентом без предварительного уведомления получателя средств и без создания каких-либо обязательств банка-эмитента перед получателем средств.

3) Неподтверждённый – поручение банка покупателя банку-корреспонденту по месту нахождения поставщика производить по распоряжению и за счет клиента платежи поставщику в пределах обозначенной суммы и на условиях, указанных в аккредитиве, при этом банк-корреспондент не гарантирует поставщику оплаты отгруженной продукции или оказанных услуг.

4) Подтверждённый – поручение банка покупателя банку-корреспонденту по месту нахождения поставщика производить по распоряжению и за счет клиента платежи поставщику в пределах обозначенной суммы и на условиях, указанных в аккредитиве, при этом банк-корреспондент гарантирует поставщику оплату отгруженной продукции или оказанных услуг.

5) Покрытый (депонированный) – аккредитив, при открытии которого исполняющему банку предоставляется право списывать всю сумму аккредитива с ведущегося у него счета банка-эмитента.

6) Непокрытый (гарантированный) – аккредитив, при открытии которого банк-эмитент обязан перечислить его сумму (покрытие) за счет плательщика либо предоставленного ему кредита в распоряжение исполняющего банка на весь срок действия обязательства банка-эмитента.

На практике, как правило, используются безотзывные и, если на этом настаивает экспортер (при этом существует общее правило, что расходы, связанные с подтверждением аккредитива, несёт экспортер), подтвержденные аккредитивы.

При этом аккредитив выступает в двух формах:

- 1) как инструмент расчетов;
- 2) как инструмент финансирования.

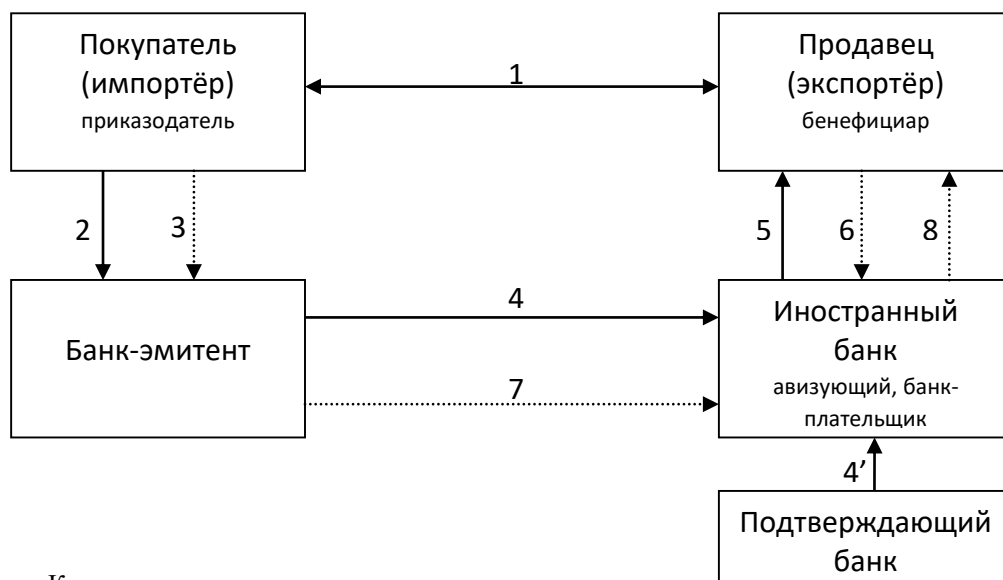
Необходимо отметить, что если речь идет об аккредитиве как инструменте финансирования, то целесообразно рассматривать непокрытые аккредитивы.

Прежде всего, *рассмотрим* аккредитив как форму расчетов (см. рис. 11) и покажем, как он может быть трансформирован в инструмент финансирования.

В приведённых ниже схемах для упрощения *представлен* случай, когда иностранный банк является одновременно авизиующим и банком-плательщиком, а банк-эмитент – рамбурсирующим.

Документооборот в данном случае начинается с открытия аккредитива в банке-эмитенте в пользу экспортёра. Аккредитив открывается по заявлению импортёра (приказодателя) после того, как подписывается договор (контракт) купли-продажи.

В заявлении импортёра об открытии аккредитива перечисляются все условия аккредитива. Банк импортёра (банк-эмитент) открывает аккредитив и сообщает об этом банку экспортёра. Сообщение может поступить непосредственно из иностранного банка или через другой (авизиующий), который уполномочен на приём документов по аккредитиву и отсылку их банку импортёра, открывшему аккредитив. В аккредитиве указывается срок его действия, сумма, перечень документов, которые должны быть представлены для снятия денег с аккредитива (счета покрытия) и перевода на счет экспортёра.



- 1 – Контракт купли-продажи товара.
- 2 – Заявление на открытие аккредитива.
- 3 – Перечисление суммы, подлежащей оплате по контракту в банк-эмитент на счет покрытия.
- 4 – Открытие аккредитива и предоставление в иностранный банк.
- 4' – Получение информации от подтверждающего банка (как правило, комфортное письмо) о готовности выступить подтверждающим банком по данному аккредитиву.
- 5 – Подтверждение, авизование подтвержденного аккредитива.
- 6 – Предоставление документов, предусмотренных условиями аккредитива (в том числе свидетельствующих об отгрузке товара).
- 7 – Рамбурс.
- 8 – Платёж по аккредитиву по предоставлении документов либо с отсрочкой платежа

Рис. 11. Схема безотзывного подтвержденного покрытого аккредитива

**!** *Авизование – передача аккредитива от банка-эмитента бенефициару через авизирующий банк, функцией которого является подтверждение подлинности передаваемого им аккредитива перед бенефициаром.*

*Рамбурс – перевод суммы платежа по аккредитиву.*

Сообщение экспортёру о выставлении в его пользу документарного аккредитива производится его банком в виде сопроводительного письма, составленного по стандартной форме.

В течение трёх дней с даты получения условий аккредитива экспортёр обязан тщательно изучить их с точки зрения соответствия заключенному контракту и сообщить своё согласие/несогласие, замечания по поводу выставленного аккредитива уполномоченному банку. Решение своего клиента уполномоченный банк по системе электронных каналов связи доводит до сведения уполномоченного банка, поддерживающего корреспондентские отношения с иностранным банком импортёра, а последний сообщает об этом импортёру.

Если кредитор согласен с условиями аккредитива, то он обязан в установленный срок произвести отгрузку товара.

После отгрузки товара, выполнения работ, оказания услуг организация-экспортёр, получив документы, подтверждающие факт отгрузки, вместе с другими документами, предусмотренными условиями аккредитива, сдаёт их в свой банк. Перечень представленных в банк документов фиксируется при аккреди-

тивной форме расчетов в договоре купли-продажи, заявлении на открытие аккредитива и специальном сопроводительном письме.

При документарном аккредитиве документы должны быть представлены в банк в течение срока действия аккредитива, но не позднее 21-го дня от даты отгрузки товара. Представленные документы проверяются в банке ответственными исполнителями с точки зрения как соблюдения условий аккредитива, так и правильности оформления представленных документов. При обнаружении расхождений документы возвращаются экспортёру для внесения необходимых изменений. Таким образом, своевременное получение экспортёром оплаты за поставленный товар при использовании аккредитивной формы расчетов зависит от полного соблюдения условий аккредитива.

Проверенные документы направляются в банк-эмитент для оплаты счета, акцепта тратты или негоциации. Банк-эмитент проверяет поступившие документы и только после положительного результата такой проверки переводит сумму платежа банку экспортёра. Банк экспортёра зачисляет сумму платежа на счет экспортёра, а импортёр в свою очередь, получив от банка-эмитента документы, становится собственником поставленного товара.

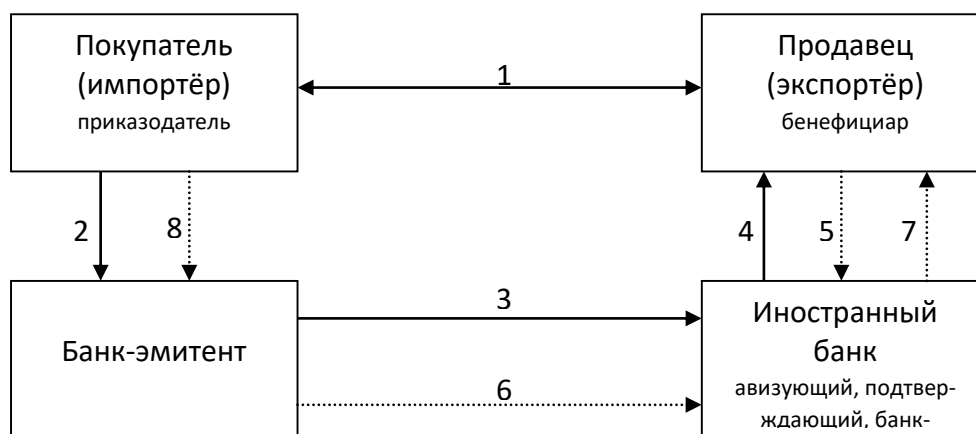
Как видим, преимущество аккредитива как формы расчетов сводится лишь к тому, что экспортёр минимизирует риск неплатежа по контракту, а импортёр минимизирует риск непоставки товара. Несмотря на то что при аккредитивной форме расчетов импортёр может договориться о снижении величины аванса (до 15–25%), он всё равно вынужден формировать покрытие по аккредитиву за счет собственных средств, что в результате приводит к отвлечению собственных оборотных средств. В связи с этим на практике широкое распространение получил непокрытый аккредитив, выступающий уже как инструмент финансирования (см. рис. 12).

Покупатель (импортёр) и продавец (экспортёр) заключают между собой контракт, в котором указывают, что расчеты за поставленный товар будут производиться в форме документарного аккредитива.



*В контракте должно быть указано:*

- *порядок платежа (по возможности, чётко и полно сформулированы условия будущего аккредитива);*
- *банк-эмитент ;*
- *вид аккредитива;*
- *наименования авизирующего, исполняющего и подтверждающего банков;*
- *условия платежа по аккредитиву;*
- *перечень документов, против которых будет осуществлен платёж;*
- *сроки действия аккредитива;*
- *порядок уплаты банковских комиссий;*
- *сроки отгрузки и др.*



- 1 – Контракт купли-продажи товара.
- 2 – Заявление на открытие аккредитива, кредитный договор, договор обеспечения (залог, поручительство и т.д.).
- 3 – Открытие аккредитива и предоставление в иностранный банк.
4. Подтверждение, авизование подтвержденного аккредитива.
- 5 – Предоставление документов, предусмотренных условиями аккредитива (в том числе свидетельствующих об отгрузке товара).
- 6 – Рамбурс.
- 7 – Платёж по аккредитиву по предоставлении документов либо с отсрочкой платежа.
- 8 – Погашение кредита по истечении срока действия кредитного договора

Рис. 12. Схема безотзывного подтверждённого непокрытого аккредитива

Далее банк-эмитент предоставляет покупателю кредит (кредитную линию). Покупатель, в свою очередь, направляет банку-эмитенту заявление на открытие аккредитива, в котором указываются условия аккредитива.

Банк-эмитент путём открытия аккредитива принимает на себя обязательство произвести платёж в пользу продавца (бенефициара) на условиях, оговорённых в тексте аккредитива.

После открытия аккредитива банк-эмитент,

- в случае если продавец требует подтверждения по аккредитиву, направляет аккредитив подтверждающему банку;
- в случае если продавец не требует подтверждения по аккредитиву, направляет аккредитив авизиующему банку;
- в случае если банк-эмитент является авизиующим банком, авизует аккредитив продавцу.

Далее авизиующий банк извещает продавца об открытии аккредитива с добавлением (или без добавления) подтверждения.

Продавец проверяет соответствие условий аккредитива платёжным условиям заключенного контракта. В случае несоответствия продавец извещает покупателя о непринятии условий аккредитива и просит их изменить. Если продавец принимает условия открытого в его пользу аккредитива, он отгружает товар в установленные аккредитивом сроки.

После отгрузки товара продавец предоставляет документы, предусмотренные условиями аккредитива, авизиующему банку.

Авизирующий банк проверяет соответствие представленных продавцом документов условиям аккредитива, их полноту, правильность составления и оформления, непротиворечивость содержащихся в них реквизитов.

В случае соответствия документов условиям аккредитива авизирующий/подтверждающий банк направляет рамбурсное требование и препровождает документы в банк-эмитент.

Банк-эмитент, получив рамбурсное требование, переводит сумму платежа по аккредитиву авизирующему банку/ банку-плательщику (совершает рамбурс) сразу либо в срок, указанный авизирующим банком в рамбурсном требовании.

Авизирующий банк/ банк-плательщик совершает платёж по аккредитиву в пользу продавца.

Покупатель погашает кредит в банке-эмитенте по истечении срока действия кредитного договора.

Как видно из рис. 10, принципиальное отличие непокрытого аккредитива (как инструмента финансирования) от покрытого (как инструмента расчетов) заключается в том, что импортёр не отвлекает собственных средств в целях формирования покрытия, а использует кредит/кредитную линию. При этом банк-эмитент не предоставляет в распоряжение подтверждающего банка денежных средств в сумме открываемого аккредитива на срок его действия (такая ситуация возможна в том случае, когда иностранный банк имеет установленный лимит риска на банк-эмитент).

Кроме того, стоимость обслуживания кредитной линии (выступающей покрытием по аккредитиву) до момента «раскрытия» аккредитива (т.е. рамбурса) значительно меньше коммерческой ставки денежного кредита и, как правило, составляет 1–3% годовых. Перед осуществлением рамбурса банк-эмитент запрашивает у импортёра информацию: планирует ли импортёр использовать собственные средства для осуществления платежа по аккредитиву, или планирует воспользоваться открытой кредитной линией (в данном случае ставка по кредиту вырастет до ставки коммерческого денежного кредита, а такой аккредитив будет называться непокрытый аккредитив с постфинансированием). Данная последовательность представлена на рис. 13.

Таким образом, предприятие-инициатор инвестиционного проекта при использовании аккредитива получает следующие возможности:

1) В переговорах с экспортёром добиться меньшей величины авансового платежа.

2) В переговорах с экспортёром добиться отсрочек по платежам после поставки в соответствии с каким-либо графиком (например, аванс – 15%, при предоставлении отгрузочных документов – 50%, по истечении N дней после предоставления отгрузочных документов – 20%, по истечении (N+X) дней после предоставления отгрузочных документов – 15%).

3) В соответствии с достигнутыми выше договорённостями минимизировать стоимость обслуживания заёмных средств.

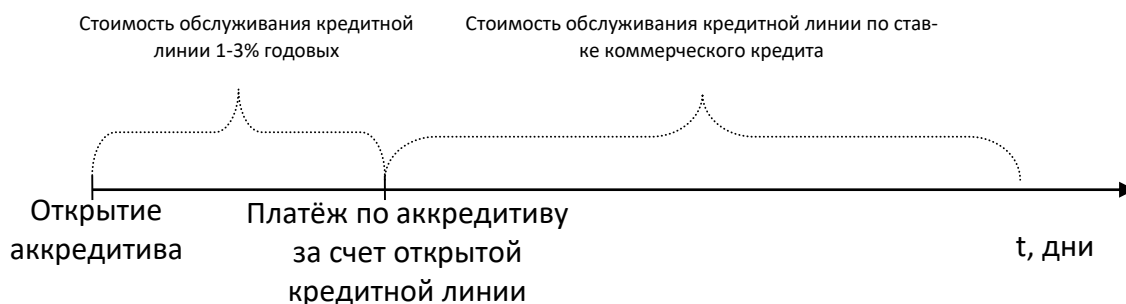
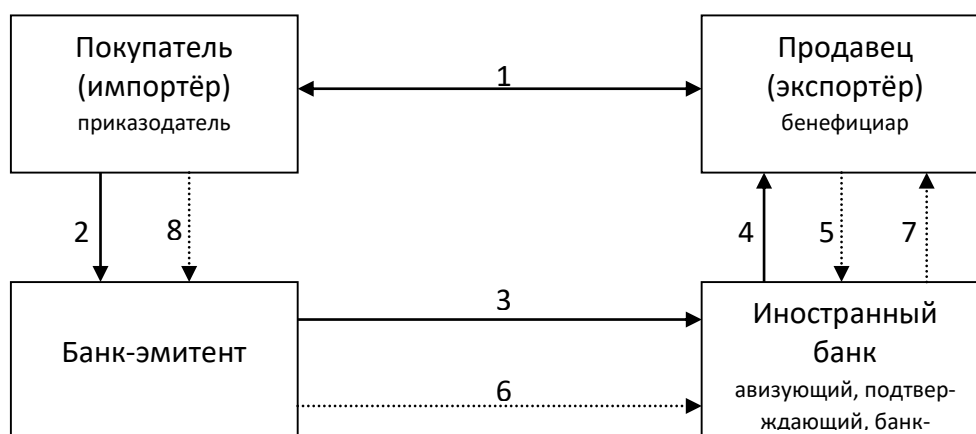


Рис. 13. Последовательность событий и величина стоимости обслуживания кредитной линии при аккредитиве с постфинансированием

Рассмотрим возможные виды кредитов, предоставляемых с целью открытия аккредитивов.

1) Кредитование с целью открытия аккредитива с платежом по предъявлении (против документов) at sight (рис. 14).



- 1 – Контракт купли-продажи товара.
- 2 – Заявление на открытие аккредитива, кредитный договор, договор обеспечения (залог, поручительство и т.д.).
- 3 – Открытие аккредитива и предоставление в иностранный банк.
- 4 – Подтверждение, авизование подтвержденного аккредитива.
- 5 – Предоставление документов, предусмотренных условиями аккредитива (в том числе, свидетельствующих об отгрузке товара).
- 6 – Рамбурс в дату платежа иностранным банком.
- 7 – Платёж по аккредитиву по предоставлении документов.
- 8 – Погашение кредита по истечении срока действия кредитного договора (позднее рамбурса, если дата погашения кредита позже даты платежа по аккредитиву)

Рис. 14. Кредитование с целью открытия аккредитива с платежом по предъявлении (против документов) at sight

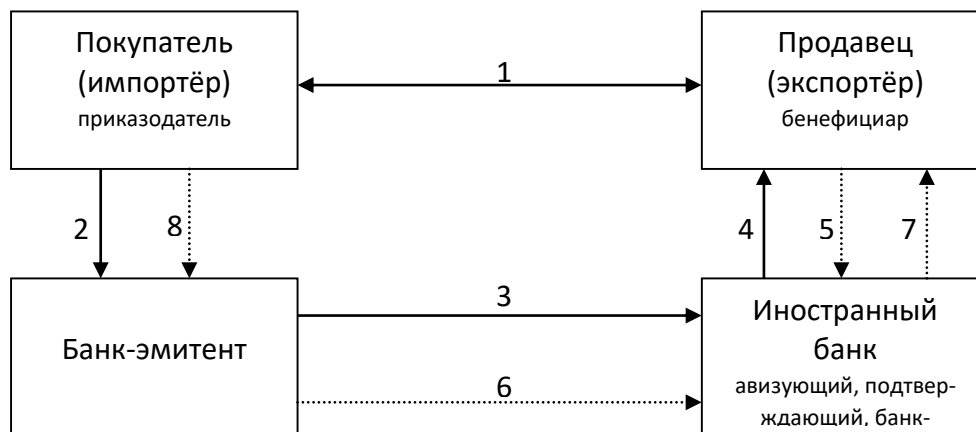
К преимуществам данного вида кредита можно отнести следующие:

- для импортёра: гарантия, что оплата будет совершена только после предоставления документов, подтверждающих исполнение обязательств экспортёра по контракту;
- для экспортёра: немедленное получение суммы, указанной в аккредитиве, против предоставления документов (по сравнению с отсрочкой платежа).



С точки зрения импортёра, к недостаткам данной схемы нужно отнести удорожание кредита (в сравнении с отсрочкой платежа и постфинансированием) за счет процента, взимаемого банком-эмитентом с импортёра за пользование кредитом с даты платежа по аккредитиву до даты возврата кредита (в случае, если срок действия кредита превышает срок действия аккредитива).

2) Кредитование с целью открытия аккредитива с отсрочкой платежа (рис. 15).



- 1 – Контракт купли-продажи товара.
- 2 – Заявление на открытие аккредитива, кредитный договор, договор обеспечения (залог, поручительство и т.д.).
- 3 – Открытие аккредитива и предоставление в иностранный банк.
- 4 – Подтверждение, авизование подтвержденного аккредитива.
- 5 – Предоставление документов, предусмотренных условиями аккредитива (в том числе, свидетельствующих об отгрузке товара).
- 6 – Рамбурс в дату платежа иностранным банком.
- 7 – Платёж по аккредитиву по истечении отсрочки платежа.
- 8 – Погашение кредита на дату рамбурса

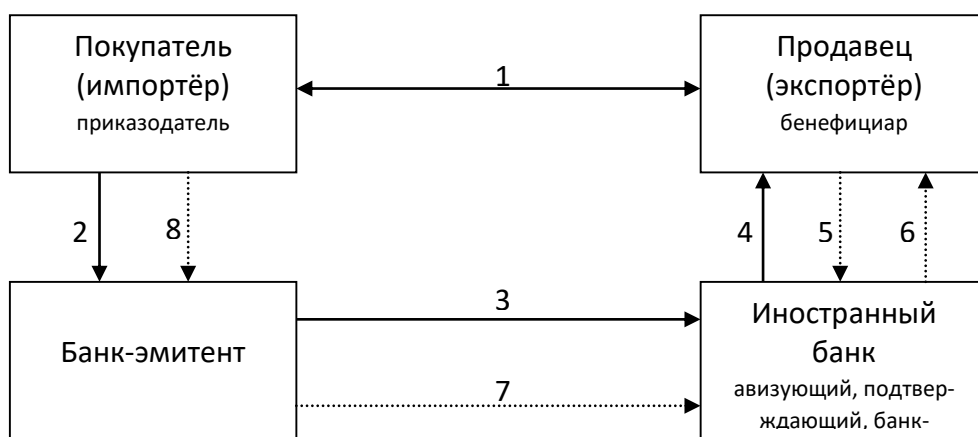
Рис. 15. Кредитование с целью открытия аккредитива с отсрочкой платежа

К преимуществам данного вида кредита можно отнести следующие:

- для импортёра: возможность использования льготного периода (отсрочки платежа) для получения и реализации товара;
- для экспортёра: удешевление кредита за счет снижения процента по кредиту банка-эмитента, а также отсутствие комиссии иностранного банка за постфинансирование (по сравнению с at sight и платежом по предъявлении).

С точки зрения экспортёра, к недостаткам данной схемы необходимо отнести получение суммы платежа через определенный срок после предоставления оговоренных в аккредитиве документов (в сравнении с at sight и постфинансированием).

3) Кредитование с целью открытия аккредитива на условиях постфинансирования (рис. 16).



- 1 – Контракт купли-продажи товара.
- 2 – Заявление на открытие аккредитива, кредитный договор, договор обеспечения (залог, поручительство и т.д.).
- 3 – Открытие аккредитива и предоставление в иностранный банк.
- 4 – Подтверждение, авизование подтвержденного аккредитива.
- 5 – Предоставление документов, предусмотренных условиями аккредитива (в том числе свидетельствующих об отгрузке товара).
- 6 – Платёж по аккредитиву по предоставлении документов (at sight) в рамках кредитной линии, открытой в пользу банка-эмитента.
- 7 – Погашение кредитной линии (рамбурс) по истечении срока её действия (рамбурс на дату истечения срока постфинансирования).
- 8 – Одновременно с рамбурсом погашение кредита

Рис. 16. Кредитование с целью открытия аккредитива с отсрочкой платежа

К преимуществам данного вида финансирования можно отнести следующие:

- для импортёра: более льготная процентная ставка за счет положительной разницы между процентами за кредит иностранного банка и банка-эмитента (по сравнению с at sight);
- для экспортёра: немедленное получение суммы, указанной в аккредитиве, против предоставления документов (по сравнению с отсрочкой платежа).

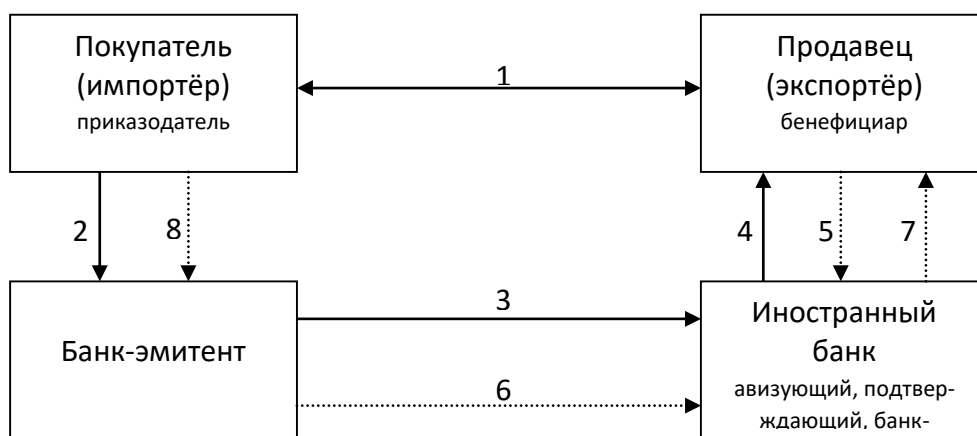
#### 4) Кредитование с целью открытия резервного аккредитива (stand-by).

Аккредитивы stand-by являются инструментом, сходным с гарантиями, которые в силу своего документарного характера подчиняются УПОДА.

Резервный аккредитив используется для обеспечения обязательств приказодателя и исполняется только в случае неисполнения указанных обязательств.

Посредством резервных аккредитивов могут быть гарантированы следующие обязательства: выплаты по векселям, подлежащим оплате по предъявлении, погашение банковских кредитов, оплата товарных поставок, поставка товаров по договору, исполнение договоров подряда на выполнение работ или предоставление услуг.

Резервный аккредитив (как и банковскую гарантию) в отличие от документарного аккредитива можно отнести к обеспечению платежа: он может быть реализован, если одна из сторон по контракту (являющаяся приказодателем резервного аккредитива) не выполняет своих обязательств (рис. 17).



- 1 – Контракт купли-продажи товара.
- 2 – Заявление на открытие аккредитива, кредитный договор **на срок действия аккредитива**, договор обеспечения (залог, поручительство и т.д.).
- 3 – Открытие аккредитива и предоставление в иностранный банк.
- 4 – Подтверждение, авизование подтвержденного аккредитива.
- 5 – Предоставление документов, предусмотренных условиями аккредитива (в том числе, свидетельствующих об отгрузке товара).
- 6 – Рамбурс **в дату платежа иностранным банком**.
- 7 – Платёж по аккредитиву по предоставлении документов **только в случае неисполнения обязательств приказодателем по контракту** (в случае, если покупатель исполнил обязательства по контракту, банк-эмитент перечисляет средства со счета покрытия по аккредитиву на текущий счет покупателя согласно условиям аккредитива). Как правило, такими документами являются заявление бенефициара о неисполнении приказодателем обязательств по контракту и/или документы, свидетельствующие об исполнении бенефициаром своих обязательств.
- 8 – **Покупатель должен произвести погашение кредита в день рамбурса**. В противном случае за период со дня, следующего за днём рамбурса, до дня погашения кредита могут начисляться штрафы, предусмотренные условиями кредитного договора

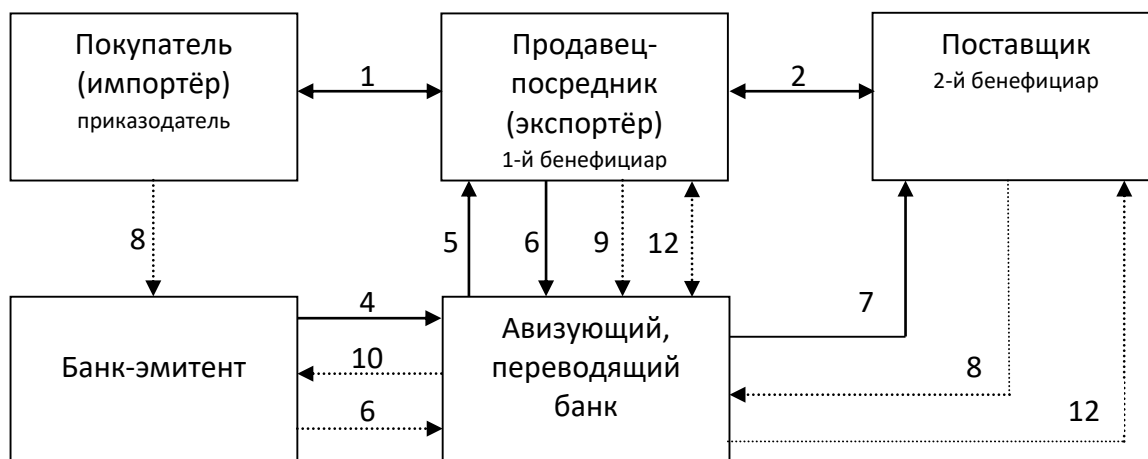
Рис. 17. Кредитование с целью открытия резервного аккредитива (stand-by)

К преимуществам данного вида финансирования можно отнести следующие:

- для импортёра: более льготная процентная ставка ввиду отсутствия некоторых технических комиссий (например, за проверку документов) (по сравнению с at sight);
- для экспортёра: подчинение аккредитива stand-by Унифицированным правилам позволяет получать платёж по аккредитиву по чётко оговоренной процедуре (по сравнению с гарантией).

С точки зрения импортёра, к недостаткам данной схемы необходимо отнести удорожание стоимости сделки за счет комиссий, взимаемых по аккредитивам (по сравнению с другими видами аккредитивов), необходимость отвлечения собственных оборотных средств для осуществления платежа по контракту.

5) Трансферабельный аккредитив используется в сделках с участием торговых посредников (рис. 18).



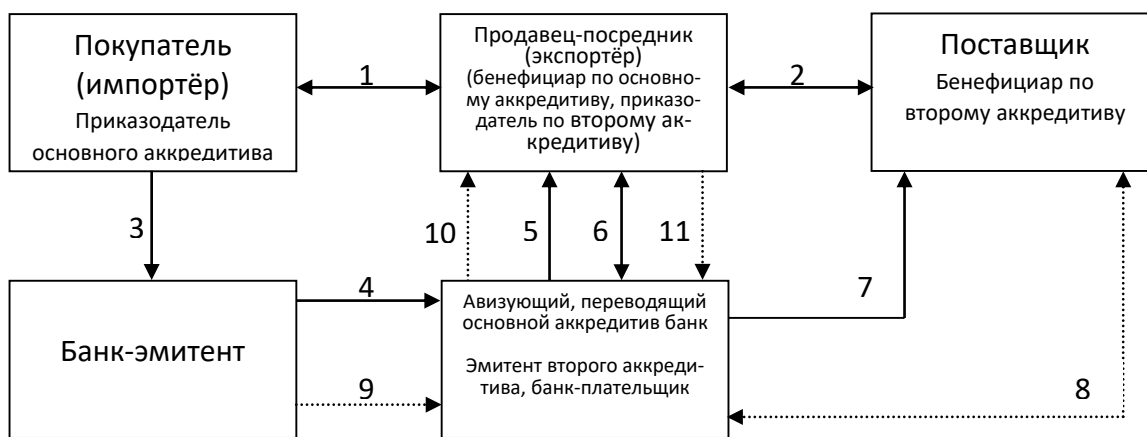
- 1 – Контракт купли-продажи товара.
- 2 – Договор комиссии.
- 3 – Заявление на открытие аккредитива.
- 4 – Открытие аккредитива в пользу продавца-посредника и предоставление в авизирующий банк.
- 5 – Авизование аккредитива продавцу-посреднику.
- 6 – Заявление на трансферацию (перевод) аккредитива.
- 7 – Трансферация аккредитива в пользу поставщика.
- 8 – Предоставление вторым бенефициаром в авизирующий банк документов, соответствующих условиям аккредитива.
- 9 – Предоставление первым бенефициаром в авизирующий банк счетов-фактур на сумму аккредитива.
- 10 – Рамбурс в дату платежа.
- 11 – Перевод суммы платежа на корреспондентский счет в переводящий банк.
- 12 – Платёж по аккредитиву в пользу первого бенефициара с зачислением средств на валютный счет. Той же датой списание переведенной суммы аккредитива со счета первого бенефициара и перевод её в пользу второго бенефициара

Рис. 18. Трансферабельный аккредитив

К преимуществам данного вида аккредитива можно отнести то, что такая схема позволяет первому бенефициару передать своё право на получение части средств по аккредитиву покупателю какому-либо поставщику (второму бенефициару) и тем самым оформлять сделки с ограниченным использованием собственных средств.

К недостаткам такого аккредитива нужно отнести то, что схема действует только в случае заключения между продавцом-посредником и поставщиком договора комиссии.

б) Кредитование с целью открытия компенсационного аккредитива (back-to-back) применимо в условиях значительного числа посредников, субпоставщиков и субподрядчиков при отсутствии реальных возможностей для осуществления переводного аккредитива и невозможности заключения договора комиссии между продавцом-посредником и поставщиком или когда первоначальный аккредитив не открыт как переводной (см. рис. 19).



- 1-2 – Контракты купли-продажи товара.  
 3 – Заявление на открытие основного аккредитива.  
 4 – Открытие основного аккредитива в пользу продавца-посредника и предоставление его в авизирующий банк.  
 5 – Авизование основного аккредитива продавцу-посреднику.  
 6 – Кредитный договор и заявление на открытие второго аккредитива.  
 7 – Открытие второго аккредитива в пользу поставщика.  
 8 – Платёж по второму аккредитиву по предоставлении документов, предусмотренных условиями аккредитива, свидетельствующих об отгрузке товара.  
 9 – Рамбурс по основному аккредитиву на дату платежа.  
 10 – Платёж по основному аккредитиву по предоставлении документов, предусмотренных условиями аккредитива.  
 11 – Погашение кредита продавцом-посредником за счет средств, полученных по основному аккредитиву

Рис. 19. Кредитование с целью открытия компенсационного аккредитива

К преимуществам данного вида аккредитива нужно отнести то, что такая схема позволяет посреднику (бенефициару по первому аккредитиву) передать своё право на получение части средств по аккредитиву покупателя какому-либо поставщику (бенефициару по второму аккредитиву).

К недостаткам такого аккредитива необходимо отнести то, что обязательства по аккредитивам не зависят друг от друга, комплекты документов по аккредитивам должны совпадать и могут присутствовать валютные риски (т.е. аккредитивы, как правило, открываются в разных валютах).

При структурировании рассмотренных выше аккредитивных форм финансирования и расчетов необходимо понимать, что общая стоимость для инициатора инвестиционного проекта будет складываться из двух составляющих:

1) Процентная ставка по кредиту. При этом, как уже отмечалось ранее, с даты открытия аккредитива до даты платежа по аккредитиву ставка может составлять 1–3% годовых, с даты платежа по аккредитиву до даты погашения задолженности по аккредитиву – на уровне ставок коммерческого денежного кредита, выдаваемого конкретным банком.

2) Технические комиссии, уплачиваемые приказодателем, которые могут состоять из всего указанного ряда или его части:

- комиссия банка-эмитента за открытие аккредитива (в среднем по рынку – 0,2–0,3% от суммы аккредитива в квартал, могут устанавливаться минимальная и/или максимальная сумма комиссии);

- комиссия банка-эмитента за изменение условий аккредитива (в среднем по рынку – 0,1–0,3% от суммы аккредитива за увеличение или какая-либо фиксированная величина);

- комиссия банка-эмитента за авизование условий аккредитива (в среднем по рынку – 0,1–0,3% от суммы аккредитива, могут устанавливаться минимальная и/или максимальная сумма комиссии);

- комиссия банка-эмитента за проверку документов (в среднем по рынку – 0,1–0,3% от суммы аккредитива, могут устанавливаться минимальная и/или максимальная сумма комиссии);

3) Технические комиссии, которые по договорённости сторон могут уплачиваться либо приказодателем, либо бенефициаром и состоять из всего указанного ряда или его части:

- комиссия иностранного банка за проверку документов (в среднем по рынку – 0,1–0,3% от суммы аккредитива);

- комиссия иностранного банка за подтверждение аккредитива (в среднем по рынку – 2–5% годовых);

- комиссия иностранного банка за отсрочку платежа по аккредитиву (в среднем по рынку – 2–5% годовых);

- комиссия иностранного банка за постфинансирование (в среднем по рынку – LIBOR\EUROLIBOR+2–5% годовых).

Развитием системы финансирования с использованием аккредитивных форм расчетов является **финансирование под гарантии экспортных страховых агентств (ЭСА)**.

Экспортные страховые агентства представляют собой специализированные иностранные финансовые учреждения, действующие, как правило, под контролем государства. ЭСА предоставляют гарантийное покрытие рисков зарубежных банков, финансирующих экспортные операции компаний-резидентов. В ряде случаев ЭСА кроме гарантий могут сами предоставлять кредиты для финансирования экспорта национальных товаров за рубеж.

Как правило, гарантийное покрытие или финансирование составляет 70–90% от суммы заключенного экспортёром контракта. Таким образом, при использовании импортёром данного инструмента финансирования ему необходимо осуществить авансовый платёж в пользу экспортёра на сумму 10–30% от суммы заключенного контракта.

Соответственно, по линии ЭСА может осуществляться целевое финансирование инвестиционных проектов, в первую очередь приобретение наиболее современных основных средств для создания/модернизации производства. В настоящее время на ведущие российские банки установлены лимиты риска подавляющим большинством ЭСА, стимулирующих платёжеспособный спрос на продукцию национальных производителей ведущих мировых держав.

Организация финансирования проектов с привлечением ЭСА может осуществляться в двух основных направлениях:

1) Кредитование иностранным банком отечественного банка со страховым/гарантийным покрытием ЭСА. В данном случае отечественный банк выступает в качестве заёмщика по кредиту зарубежного банка и кредитует за счет

привлекаемых средств импортёра. Риски иностранного банка страхуются ЭСА. В большинстве случаев на практике применяется именно такой подход.

2) Кредит, выдаваемый ЭСА, в пользу отечественного банка с целевым назначением – кредитование российского импортёра.

В обеих схемах отечественный банк выступает в качестве заёмщика по кредиту, предоставляемому непосредственно иностранным банком или ЭСА, и кредитует за счет привлекаемых средств российского импортёра.

ЭСА, в свою очередь, также предъявляют определенные требования к финансируемым сделкам:

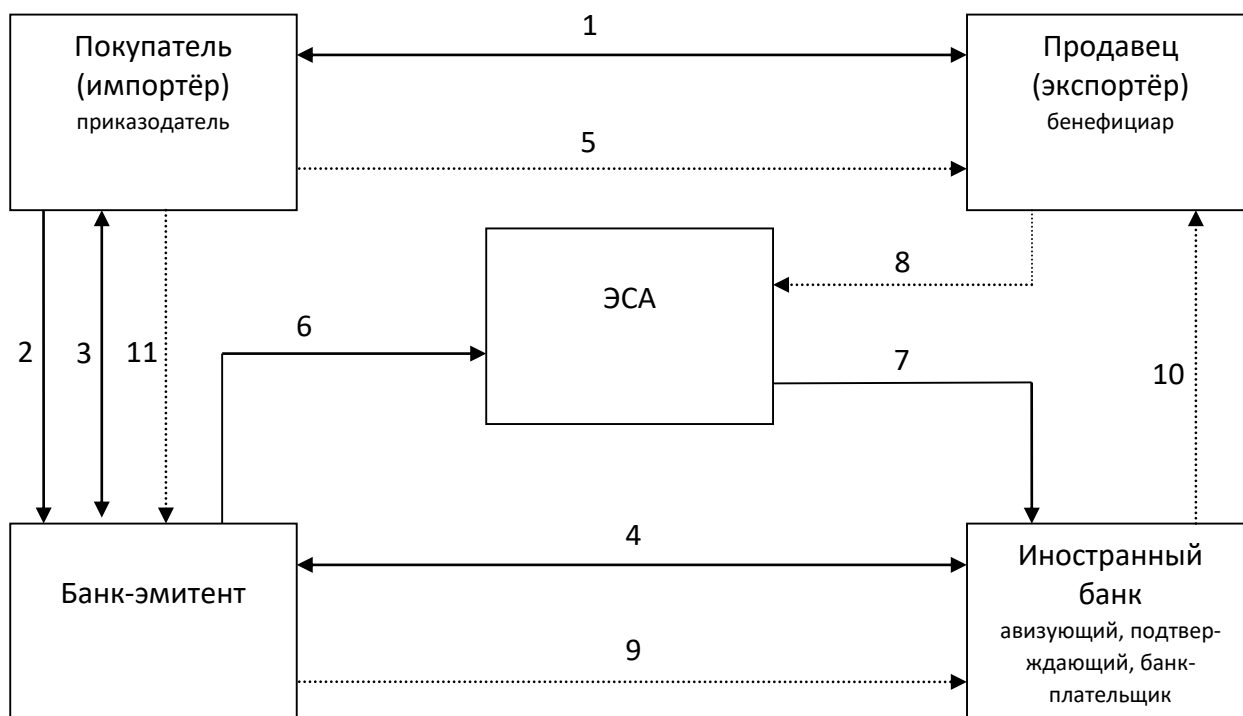
- доля товаров страны экспортёра в большинстве случаев должна превышать 50%. При этом каждое ЭСА самостоятельно (в соответствии с политикой внешнеэкономической деятельности, проводимой тем или иным правительством) оговаривает, каким должен быть минимальный процент содержания товаров национального производства в экспортных поставках, на экспорт каких товаров и услуг распространяется покрытие конкретного ЭСА;

- номенклатура товаров, импорт которых финансируется по линии ЭСА, как правило, ограничивается объектами основных средств, а также услугами, предоставляемыми импортёру зарубежными компаниями по наладке и вводу в эксплуатацию этих основных средств.

В связи с тем что в основе сделок финансирования под гарантии ЭСА лежит всё та же аккредитивная форма расчетов (а именно непокрытый аккредитив с постфинансированием или без него), то в основе ценообразования стоимости финансирования лежат те же составляющие, которые были указаны при рассмотрении аккредитивов. При этом стоимость финансирования зарубежного кредитного учреждения составляет величину, равную LIBOR\EUROLIBOR+2–5% годовых. Возможны также комиссии, связанные с открытием кредитной линии в пользу отечественного банка (0,2–0,5% установленного лимита) и связанные с неиспользованным (невыбранным) лимитом кредитной линии (0,1–0,3% неиспользованного лимита).

Размер страховой премии ЭСА зависит от того, к какой группе риска относится страна заёмщика в соответствии с классификацией Организации экономического сотрудничества и развития, регулирующей деятельность ЭСА. Страховая премия ЭСА уплачивается импортёром оборудования. В связи с тем что премия должна быть получена ЭСА до момента использования кредита иностранного банка, как правило, размер премии включается в стоимость контракта и уплачивается экспортёром. В ряде случаев возможна уплата страховой премии банком экспортёра и включение её в сумму кредитного договора с банком импортёра, и, соответственно, последующее включение данной суммы в кредитное соглашение между банком импортёра и импортёром.

В качестве примера рассмотрим алгоритм финансирования приобретения импортных объектов основных средств под гарантии ЭСА (рис. 20).



- 1 – Контракт купли-продажи оборудования.
- 2 – Заявление на открытие аккредитива в объёме, равном стоимости контракта минус аванс.
- 3 – Банк-эмитент заключает кредитный договор с импортёром в объёме, равном стоимости контракта минус аванс.
- 4 – Банк-импортёр заключает кредитное соглашение с иностранным банком о привлечении ресурсов для финансирования контракта (в размере – величина контракта минус величина авансового платежа).
- 5 – Авансовый платёж по контракту (как правило, 10–30%).
- 6 – Поручение на выдачу гарантии в пользу банка-эмитента.
- 7 – Выдача гарантии в пользу иностранного банка за исполнение обязательств банком-эмитентом по кредитному соглашению с иностранным банком (п.4).
- 8 – Экспортёр оплачивает страховую премию ЭСА (в случае, если она включена в контракт). Возможны варианты, когда страховая премия оплачивается банком-эмитентом и, далее, включается в лимит, открываемый для финансирования импортёра (п.3).
- 9 – Рамбурс.
- 10 – Платёж по аккредитиву.
- 11 – Погашение кредита

Рис. 20. Алгоритм финансирования приобретения импортных объектов основных средств под гарантии ЭСА

Несложно заметить, что в данном случае ЭСА, по своей сути, выполняет ту же функцию, что и подтверждающий банк. Соответственно, привлечение ЭСА, с одной стороны, увеличивает расходы импортёра на обслуживание сделки, с другой стороны, позволяет минимизировать величину авансового платежа и значительно увеличить сроки финансирования (до 10–15 лет).

Таким образом, в случае если в структуре реализуемого инвестиционного проекта присутствует этап приобретения импортных составляющих, то всегда существует возможность минимизировать стоимость привлечения заёмного финансирования при использовании аккредитивов как инструментов финансирования и получить доступ к «длинным» заёмным ресурсам.



Кроме того, можно привести классический пример, как в одной сделке инициатором инвестиционного проекта могут быть получены преимущества как от использования аккредитива, та и от лизинга. Рассмотрим пример приобретения объектов основных средств по лизинговой схеме с привлечением финансирования по линии ЭСА (см. рис. 21).

В качестве ещё одного эффективного инструмента финансирования импортных сделок является **форфейтинг**, который в настоящее время не получил большого практического распространения в российской банковской системе, но широко применяется в международной торговле при купле-продаже каких-либо крупных объектов (комплект оборудования, имущественный комплекс предприятия, корабль, самолёт, крупная партия товара).

Термин «форфейтинг» происходит от французского выражения *a forfeit* (оптом) и в широком смысле обозначает переуступку некоторых прав. В настоящее время под форфейтингом понимают финансирование внешнеторговых операций путём учёта векселей (комплекта векселей), т.е. покупатель векселя – банк – полностью принимает на себя риск неплатежа импортёра по контракту.

Форфейтинг возник после Второй мировой войны и наибольшее распространение получил в странах, где относительно слабо развито государственное кредитование экспорта.

Первоначально операции форфейтинга осуществлялись коммерческими банками, но по мере развития данного инструмента стали создаваться специализированные финансовые организации, являющиеся преимущественно дочерними подразделениями коммерческих банков.

Форфейтинг в общем объёме расчетов по экспортно-импортным операциям удерживает одну из ведущих позиций после обычных безналичных платежей (в том числе денежных кредитов), и его доля неуклонно повышается.

Рассматриваемая схема позволяет избежать предоплаты (авансового платежа), которая, как уже отмечалось, почти всегда является обязательным условием экспортно-импортного контракта. Импортёр получает возможность сначала получить приобретаемый товар, а уже потом расплатиться по векселю. Следовательно, форфейтинг является фактически инструментом кредитования импортёра западным банком. А так как уровень ставок по кредитам на Западе, к сожалению, ниже текущих ставок по валютным кредитам, предлагаемым отечественными банками, то и общая сумма расходов предприятия-импортёра будет ниже, чем при простом валютном кредитовании.



- 1 – Контракт купли-продажи оборудования.
- 2 – Заявление на открытие аккредитива в объёме, равном стоимости контракта минус аванс.
- 3 – Банк-эмитент заключает кредитный договор с импортёром в объёме, равном стоимости контракта минус аванс.
- 4 – Банк-импортёр заключает кредитное соглашение с иностранным банком о привлечении ресурсов для финансирования контракта (в размере – величина контракта минус величина авансового платежа).
- 5 – Авансовый платёж по контракту (как правило, 10–30%).
- 6 – Поручение на выдачу гарантии в пользу банка-эмитента.
- 7 – Выдача гарантии в пользу иностранного банка за исполнение обязательств банком-эмитентом по кредитному соглашению с иностранным банком (п.4).
- 8 – Экспортёр оплачивает страховую премию ЭСА (в случае, если она включена в контракт). Возможны варианты, когда страховая премия оплачивается банком-эмитентом и, далее, включается в лимит, открываемый для финансирования импортёра (п.3).
- 9 – Рамбурс.
- 10 – Платёж по аккредитиву.
- 11 – Погашение кредита.
- 12 – Договор лизинга оборудования, приобретённого в рамках импортного финансирования

Рис. 21. Алгоритм приобретения импортных объектов основных средств с использованием лизинговой схемы с привлечением финансирования по линии ЭСА

Срок действия векселя и, соответственно, кредита зависит прежде всего от вида импортируемой продукции и может достигать 7–10 лет.

Расходы импортёра при расчете своим векселем с авалом банка импортёра меньше, чем в случае валютного кредита, и включают в себя комиссию банка

импортёра за авалирование векселя и дисконт иностранного банка, с которым тот учитывает вексель.

Дисконт иностранного банка – цена, по которой западный банк купит вексель импортёра, авалированный банком импортёра. Учётная ставка иностранного банка складывается следующим образом: LIBOR\EUROLIBOR+оценка странового риска импортёра.

Следовательно, должниками при форфейтинге могут быть только импортёры, страна которых имеет высокий международный рейтинг и за которых банк с высоким рейтингом обязуется удовлетворить обязательства.

Все операции по обслуживанию векселей в стране экспортёра в соответствии международным правом и все расчеты с западными банками ведёт банк импортёра (т.е. импортёр рассчитывается непосредственно с банком импортёра по окончании срока действия векселя).

Участвуя в подобной сделке, иностранный экспортёр имеет возможность максимально сократить сроки расчетов по контракту – в течение нескольких дней со дня составления векселя, предъявив его в банк экспортёра. Кроме того, экспортёр, продав вексель своему (иностранному) банку, тем самым снимает с себя все риски по оплате контракта российской стороной.

Необходимо понимать, что авалирование (так же, как и непокрытый аккредитив) является разновидностью кредитных и гарантийных операций, соответственно, банк импортёра будет предъявлять к предприятию (импортёру) практически те же требования, что и при выдаче обычного кредита.

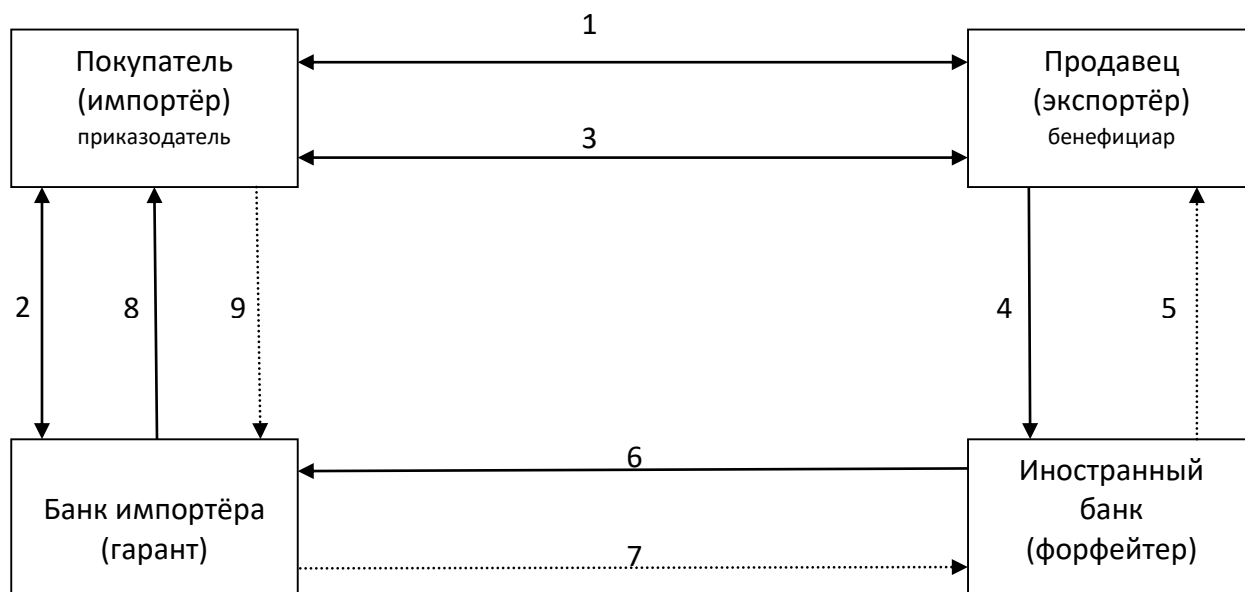
По своей сути рассматриваемая операция представляет собой оформленный векселем кредит иностранного банка импортёру. При этом срок кредита совпадает со сроком действия векселя, а банк импортёра выступает агентом по оформлению такого кредита и по обслуживанию обращения векселя за границей (см. рис. 22).



*Аваль – гарантия платежа по векселю. Авалировав вексель, банк импортёра берёт на себя безусловное обязательство оплатить вексель по предъявлении в срок платежа.*

*Учёт векселя – покупка векселя банком.*

На практике, как правило, в сделке форфейтинга участвует не один вексель, а их комплект. Общее правило таково, что импортёр выписывает комплект векселей на сумму, равную стоимости контракта, плюс проценты за пользование кредитом (устанавливается по согласованию с иностранным банком), который как бы предоставляется импортёру. Сроки векселей равномерно распределены во времени, и обычно предусматриваются равные интервалы времени между платежами по векселям (т.е. прямая аналогия с кредитом, имеющим амортизационный график погашения).



1 – Контракт купли-продажи товара.

2 – Импортёр заключает со своим банком договор о предоставлении банковской услуги (об авалировании). Импортёр выписывает экспортёру вексель/комплект векселей, который авалирует банк импортёра.

*Первый и второй этапы, как правило, осуществляются параллельно. Импортёр ведёт переговоры со своим западным партнёром по вопросам, касающимся предмета контракта и условий платежа, и одновременно ведёт переговоры со своим банком по условиям авалирования векселя.*

3 – Импортёр передаёт вексель в оплату по контракту экспортёру, который, в свою очередь, начинает отгрузку товара. Банк импортёра обеспечивает экспортёра информацией об иностранном банке, готовом учесть авалированный вексель.

4 – Экспортёр предъявляет полученный вексель к учёту в указанный иностранный банк (без права оборота на себя), который учитывает вексель. Банк импортёра подтверждает аваль по данному векселю, и иностранный банк учитывает его.

5 – Экспортёр получает денежные средства за проданный вексель (по номиналу векселя), равные стоимости контракта.

6 – По истечении срока действия векселя иностранный банк предъявляет его к учёту в банк импортёра. Банк, являясь авалистом – гарантом платежа, учитывает (оплачивает его).

7 – Иностранный банк получает денежные средства от банка импортёра за проданный вексель (по номиналу векселя).

8 – Банк импортёра предъявляет вексель импортёру.

9 – Импортёр оплачивает вексель как векселедатель.

Рис. 22. Алгоритм осуществления форфейтинговой операции

Таким образом, номинал каждого из комплекта векселей состоит из двух частей: суммы погашения основного долга (рассчитывается исходя из общей суммы контракта, срока кредита и периодичности платежей) и процентов за пользование кредитом, которые могут определяться на основе двух подходов:

- Базой для начисления процентов является фактический остаток ссудной задолженности. В таком случае срок, за который начисляются проценты, определяется периодом с момента погашения предыдущего векселя.

- Базой для начисления процентов является та часть долга, которая покрывается векселем. Тогда срок, за который начисляются проценты, определяется периодом от начала сделки до момента погашения векселя.

Рассмотрим *пример* (табл. 3). Допустим, стоимость оборудования, приобретаемого с использованием форфейтинга, составляет 100 тыс. евро. При этом иностранный банк готов предоставить кредит на срок 5 лет, с полугодовыми

выплатами основного долга (равными частями) и процентов. Ставка по кредиту – 8% годовых.

Следовательно, каждые полгода импортёр должен погашать 10 тыс. евро основного долга плюс проценты (которые могут быть включены в номинал векселей двумя способами, см. выше). Рассчитаем номинал векселей при обоих подходах.

Таблица 3

### Пример определения номиналов векселей при форфейтинге

Период погашения кредита (векселя), каждые 6 месяцев	Погашение основного долга, тыс. евро	Вариант 1		Вариант 2	
		Проценты к уплате, тыс. евро	Номинал векселя, тыс. евро	Проценты к уплате, тыс. евро	Номинал векселя, тыс. евро
1	10	4,0	14,0	0,4	10,4
2	10	3,6	13,6	0,8	10,8
3	10	3,2	13,2	1,2	11,2
4	10	2,8	12,8	1,6	11,6
5	10	2,4	12,4	2,0	12,0
6	10	2,0	12,0	2,4	12,4
7	10	1,6	11,6	2,8	12,8
8	10	1,2	11,2	3,2	13,2
9	10	0,8	10,8	3,6	13,6
10	10	0,4	10,4	4,0	14,0
<b>Итого</b>	<b>100</b>	<b>22,0</b>	<b>122,0</b>	<b>22,0</b>	<b>122,0</b>

Несложно заметить, что сумма процентов в обоих вариантах расчета одинакова. Вместе с тем распределение платежей во времени противоположное: в варианте 1 платежи уменьшаются, в варианте 2 увеличиваются. Естественно, для импортёра является более предпочтительным второй вариант, что и необходимо учитывать в процессе переговоров с банком при структурировании сделки.

Рассмотрим преимущества и недостатки форфейтинга для участников сделки (табл. 4).

### Преимущества и недостатки форфейтинга для участников сделки

Участник сделки	Преимущества	Недостатки
Экспортёр	<ul style="list-style-type: none"> <li>- финансирование за счет форфейтера без права регресса на экспортёра;</li> <li>- возможность получения денег сразу после поставки товара, что благоприятно сказывается на ликвидности, снижается потребность в заёмном финансировании;</li> <li>- отсутствуют затраты времени и денег на управление долгом или на организацию его погашения;</li> <li>- отсутствуют риски (все валютные риски, риски изменения процентных ставок, а также риск банкротства гаранта несет форфейтер);</li> <li>- простота документации и возможность быстрого оформления вексельных инструментов;</li> <li>- возможность быстро удостовериться в том, что форфейтер готов финансировать сделку, оперативно согласовать условия сделки;</li> <li>- возможность заранее получить от форфейтера опцион на финансирование сделки по фиксированной ставке, что позволяет экспортёру заранее подсчитать свои расходы и включить их в контрактную цену</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- необходимо подготовить документы таким образом, чтобы на самого экспортёра не было регресса в случае банкротства гаранта, а также нужно знать законодательство страны импортёра, определяющее форму векселей, гарантий и авая;</li> <li>- вероятность возникновения задержек в случае, если импортёр предлагает гаранта, не устраивающего форфейтера</li> </ul>
Импортёр	<ul style="list-style-type: none"> <li>- простота и быстрота оформления документации;</li> <li>- возможность получения «длинного» кредита по фиксированной ставке;</li> <li>- не ухудшается структура баланса (т.к. обязательства носят забалансовый характер)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- вероятность возникновения трудностей с оплатой векселя как абстрактного обязательства в случае поставки некачественного товара или невыполнения экспортёром каких-либо иных условий контракта</li> </ul>

Участник сделки	Преимущества	Недостатки
Форфейтер	<ul style="list-style-type: none"> <li>- простота и быстрота оформления документов;</li> <li>- возможность реализовать учтённые векселя на вторичном рынке.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- отсутствие права регресса в случае неуплаты долга;</li> <li>- необходимость знать вексельное законодательство страны импортёра;</li> <li>- необходимость проверить кредитоспособность гаранта (установить на него лимит риска);</li> <li>- невозможность совершить платёж раньше срока.</li> </ul>
Гарант	<ul style="list-style-type: none"> <li>- простота оформления сделки;</li> <li>- получение комиссионного дохода от сделки</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- риск невозврата кредита со стороны импортёра (как и при прямом кредитовании)</li> </ul>

Следовательно, форфейтинг, как и любой другой инструмент финансирования, имеет определенные преимущества и недостатки, а выбор конкретного инструмента должен базироваться на ситуационном анализе.

Таким образом, при выборе инструментов экспортно-импортного финансирования необходимо иметь чёткое понимание того, какие валютные риски готово нести предприятие, и сопоставлять эти риски с экономией, которая возникает при выборе тех или иных вариантов финансирования. Только в этом случае можно говорить об эффективном управлении финансовой конкурентоспособностью.

#### *Вопросы для самоконтроля*

1. Что такое аккредитив? Какие виды аккредитивов существуют?
2. Зачем использовать аккредитивы в процессе реализации инвестиционного проекта?
3. Описать схему безотзывного подтверждённого покрытого аккредитива.
4. Описать схему безотзывного подтверждённого непокрытого аккредитива.
5. Описать схему кредитования с целью открытия аккредитива с платежом по предъявлении (против документов) at sight.
6. Описать схему кредитования с целью открытия аккредитива с отсрочкой платежа.
7. Описать схему кредитования с целью открытия резервного аккредитива (stand-by). Каковы преимущества данного вида финансирования?
8. Описать схему трансферабельного аккредитива.
9. Дать краткую характеристику схемы финансирования под гарантии экспортных страховых агентств.
10. Дать краткую характеристику схемы реализации форфейтинговой сделки.

#### 4.4. Факторинг

В отечественной практике сложилась такая ситуация, что в качестве факторинга рассматривают разнообразные инструменты – от покупки безнадежных долгов до досрочного учёта векселей. При этом необходимо понимать, что под «классическим» факторингом понимается операция, определение которой дано в Конвенции УНИДРУА по международным факторинговым операциям: **факторингом** является операция, при которой

1) Поставщик может или должен уступить фактору (финансовому агенту) права требования, вытекающие из контрактов по продаже товаров, заключаемых между поставщиком и его заказчиками (дебиторами), за исключением тех, которые относятся к товарам, закупленным в основном для их личного, семейного или домашнего пользования.

2) Фактор должен взять на себя не менее двух следующих обязанностей:

- ✓ финансирование поставщика;
- ✓ ведение учёта по правам требования;
- ✓ инкассация дебиторской задолженности;
- ✓ защита от неплатёжеспособности дебиторов.

Следовательно, на практике необходимо говорить о факторинге не как финансовой услуге, а как о комплексе услуг. Факторинговое обслуживание может включать также ведение бухгалтерской отчетности поставщика, поиск для поставщика контрагентов и т.д. Такое расширенное трактование факторинга позволяет говорить об аутсорсинге указанных бизнес-процессов и, соответственно, дает возможность продавцу сконцентрировать внимание на торгово-производственной деятельности.

В свою очередь, Гражданским кодексом РФ (ст.824) вводится понятие финансирования под уступку денежного требования: «по договору финансирования под уступку денежного требования одна сторона (финансовый агент) передает или обязуется передать другой стороне (клиенту) денежные средства в счет денежного требования клиента (кредитора) к третьему лицу (должнику), вытекающего из предоставления клиентом товаров, выполнения им работ или оказания услуг третьему лицу, а клиент уступает или обязуется уступить финансовому агенту это денежное требование. Денежное требование к должнику может быть уступлено клиентом финансовому агенту также в целях обеспечения исполнения обязательства клиента перед финансовым агентом. Обязательства финансового агента по договору финансирования под уступку денежного требования могут включать ведение для клиента бухгалтерского учета, а также предоставление клиенту иных финансовых услуг, связанных с денежными требованиями, являющимися предметом уступки».

Из сказанного ясно, что факторинг может обеспечивать финансирование только оборотного капитала предприятия. Вместе с тем при реализации инвестиционного проекта одной из задач является необходимость запуска производственного процесса, который, естественно, невозможен без наличия оборотных средств. Факторинг же обладает рядом преимуществ в сравнении с креди-



том, позволяющим использовать его на начальной стадии запуска нового производства, основным из которых является отсутствие необходимости для инициатора инвестиционного проекта формировать залоговую массу.

В данном контексте актуальными становятся следующие функции факторинга:

1) Предоставление финансовых средств поставщику продукции сразу после её отгрузки или в определённый договором факторинга день. Вследствие этого инициатор инвестиционного проекта (и поставщик в данном контексте) получает возможность отгружать готовую продукцию с отсрочкой платежа (что является существенным конкурентным преимуществом в решении задачи расширения существующих и выхода на новые рынки сбыта) и получать большую часть оплаты (до 95%) от суммы поставки сразу после поставки или по какому-либо согласованному с фактором графику, не дожидаясь платежа от своих покупателей. Следовательно, предприятие получает возможность расширять объём продаж за счет, с одной стороны, предоставления конкурентных условий оплаты за поставленный товар, с другой стороны, наличия чёткого понимания, когда будут получены средства в оплату поставленной продукции. Кроме того, следует отметить следующие преимущества факторинга, вытекающие из указанного выше:

- ✓ у поставщика не возникает обязательства возвращать выплаченные ему деньги, так как расходы фактора будут возмещены из платежей покупателей;

- ✓ финансирование продолжается в течение всего времени, пока поставщик продаёт свою продукцию.

Следовательно, поставщик, по сути, получает бесконечный цикл финансирования оборотного капитала без роста его кредиторской задолженности, который может быть ограничен либо падением объёмов продаж, либо ухудшением платёжной дисциплины (неплатежей) дебиторов.

В отличие от других форм залогового кредитования в случае факторинга денежные требования приобретаются фактором, а не используются в качестве залога (возможна ситуация, когда права требования поставщика к своим покупателям выступают залогом при выдаче кредита). Следовательно, при факторинге происходит смена собственника, поставщик продаёт денежные права требования фактору. При этом неотъемлемым условием является наличие в договоре поставки товара условия по отсрочке платежа (т.е. у поставщика товара образуется дебиторская задолженность).

Факторинговое финансирование в отличие от обычного кредитования доступно вновь создаваемым, высокорисковым и информационнонепрозрачным предприятиям, т.к. риск невозврата долгов, в первую очередь, концентрируется на покупателях и кредитоспособность поставщика становится менее важной, чем его покупателей. В связи с этим практическое применение факторинга возможно, когда покупателями являются крупные и надёжные компании.

2) Административное управление дебиторской задолженностью позволяет поставщику минимизировать работу (и, соответственно, расходы на персонал)

по мониторингу состояния дебиторской задолженности и напоминать дебиторам о задержках платежей. Другими словами, фактор берёт на себя обязанность предоставлять информацию обо всех поставках поставщика и платежах его покупателей. Кроме того, при безрегрессном факторинге фактор принимает на себя функции по взысканию долгов с дебиторов.

3) Оценка платёжеспособности покупателей, осуществляемая фактором, позволяет минимизировать риски поставщика, связанные с несостоятельностью будущих покупателей своей продукции при расширении рынков сбыта. Согласие фактора установить лимит риска на конкретного дебитора косвенно подтверждает, что поставщик может смело работать с данным покупателем.

4) Поставщик по сути страхует свои риски, связанные с поставкой товаров с отсрочкой платежа, в том числе риска неполучения платежа от покупателя в срок, из-за чего у продавца могут возникать проблемы с недостатком денежных средств для расчетов с его собственными поставщиками.

Факторы, в свою очередь, при принятии решения о начале факторингового обслуживания предприятия применяют следующее основное правило риск-менеджмента при факторинге: поставщик должен быть финансово устойчив, чтобы компенсировать сравнительно низкое качество дебиторов, или дебиторы должны быть финансово устойчивы, чтобы компенсировать сравнительно низкое качество поставщика.

Факторинговые операции классифицируются по ряду критериев:

1) По месту проведения – внутренний (все участники отношений резиденты одной страны) (см. рис. 21) и международный факторинг (участники отношений – резиденты двух разных стран).

Международный факторинг может быть также классифицирован:

✓ в зависимости от места нахождения фактора – экспортный (см. рис. 23) и импортный (см. рис. 24);

✓ в зависимости от числа факторов, участвующих в операции, – прямой (один фактор) и взаимный/косвенный (два фактора).

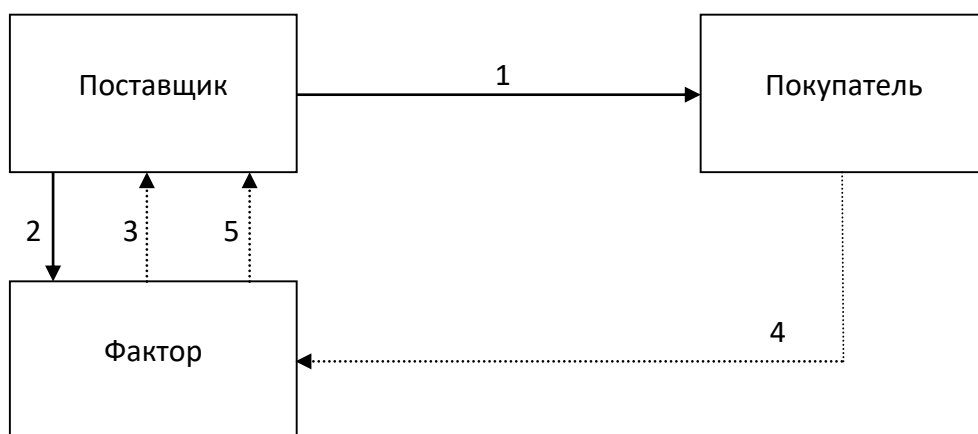
2) По порядку финансирования – финансирование в момент уступки, финансирование к определенной дате, финансирование в первый день просрочки, финансирование по определенному графику.

3) По наличию уведомления дебитора – открытый (с уведомлением дебитора) и закрытый (без уведомления дебитора).

4) По наличию регресса – с правом регресса (возврат поставщику дебиторской задолженности при наличии просрочки платежа дебитором и погашение поставщиком полученного ранее финансирования) и без права регресса (риск неплатежа дебитора несёт фактор).

5) По наличию денежного требования на момент подписания договора о факторинге – реальный (требование уже возникло) и консенсуальный (требование возникнет в будущем).

В мировой практике факторинг без регресса обычно бывает открытым, факторинг с регрессом как открытым, так и закрытым.



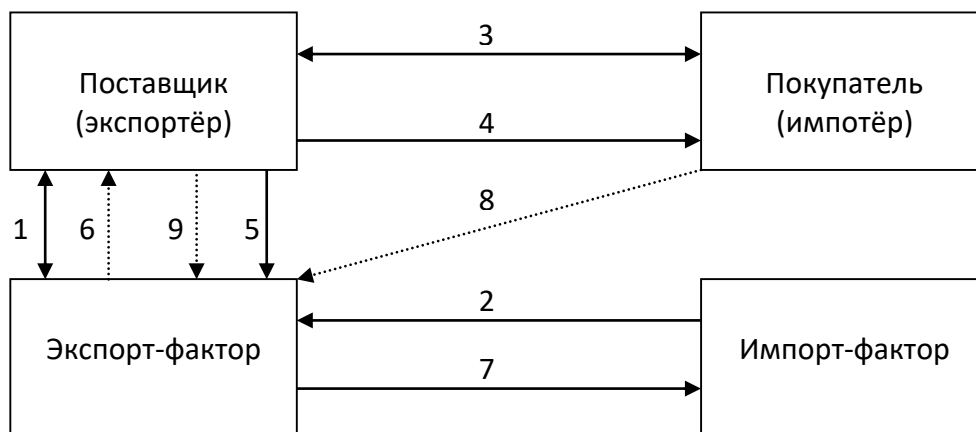
- 1 – Поставка товара с отсрочкой платежа.
- 2 – Предоставление фактору документов, подтверждающих факт поставки.
- 3 – Выплата финансирования (как правило, не более 95% от суммы поставки).
- 4 – Оплата поставки.
- 5 – Выплата остатка денежных средств (как правило, не менее 5% суммы поставки минус комиссия банка)

Рис. 23. Схема внутреннего факторинга

Обычно общая стоимость факторингового финансирования для поставщика складывается из комбинации следующих комиссий, уплачиваемых фактору:

- ✓ Комиссия за финансирование, которая устанавливается в процентах годовых.
- ✓ Комиссия за факторинговое обслуживание в большинстве случаев устанавливается как единовременная комиссия от установленного лимита финансирования.
- ✓ Комиссия за обработку документов устанавливается в фиксированном размере за обработку одного документа, подтверждающего факт поставки по договору (как правило, это накладные и/или акты приёмки и счета-фактуры).
- ✓ Возможно установление других комиссий (например, за рассмотрение заявки, за неиспользованный лимит и т.д.).

В самом общем случае полная стоимость факторингового финансирования будет всегда больше, чем стоимость, например, получения и обслуживания банковского кредита (в плане сравнения абсолютной величины расходов заёмщика по обоим вариантам финансирования). Но при этом нужно понимать, что факторинг становится наиболее актуальным в тех случаях, если заёмщик не может получить кредит (например, отсутствует необходимая залоговая масса, уровень существующей задолженности по кредитам не позволяет дальше увеличивать кредитную нагрузку и т.д.).



- 1 – Запрос на установление лимита финансирования по поставкам в адрес импортёра.
- 2 – Подтверждение платёжеспособности импортёра.
- 3 – Договор поставки товара.
- 4 – Поставка товара.
- 5 – Предоставление экспортёром экспорт-фактору документов, подтверждающих факт поставки.
- 6 – Выплата экспорт-фактором финансирования экспортёру.
- 7 – Уведомление импорт-фактора о поставке.
- 8 – Платёж в пользу экспортёра на сумму поставки (в случае неплатежа импортёра оплата производится импорт-фактором).
- 9 – Погашение финансирования и оплата комиссии

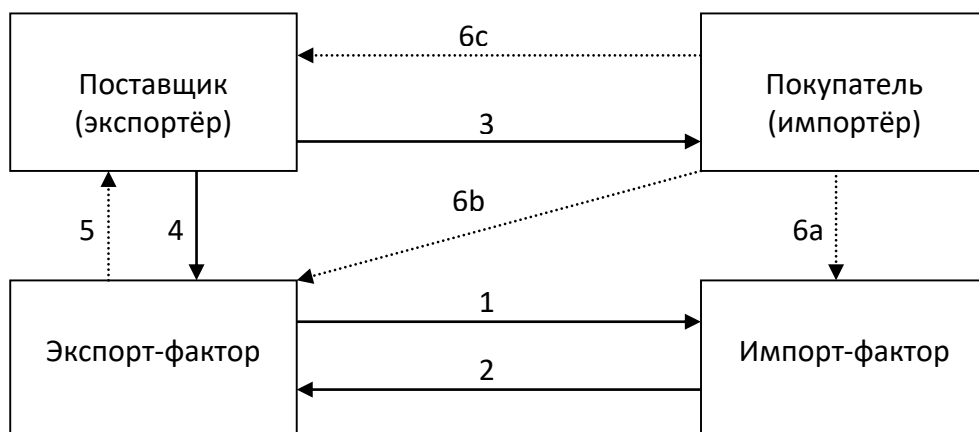
Рис. 24. Схема экспортного факторинга

Использование факторинга в международной деятельности может быть очень эффективным в случаях, когда торговля осуществляется между странами с существенными различиями в их экономических и правовых системах. В связи с тем что импорт-фактор обладает более полной информацией о платёжеспособности компаний своей страны, это позволяет ему более объективно оценивать надёжность покупателей. Если импорт-фактор соглашается работать на принципах международного факторинга, то он автоматически принимает на себя риск неплатёжеспособности импортёра, тем самым гарантируя полную возвратность средств (см. рис. 25).

Кроме того, экспортёр вынужден подстраховываться на случай резкого скачка валютных курсов. При факторинге экспортёр получает значительную часть стоимости проданного товара сразу после отгрузки, тем самым снимая с себя валютный риск.

Международный факторинг может осуществляться и без посредничества импорт-фактора, в этом случае схема взаимодействия контрагентов аналогична классическому внутреннему факторингу.

Значительная часть международного факторинга приходится на компании, являющиеся членами международных факторинговых ассоциаций – *International Factors Group S.C. (IFC)* и *Factors Chain International (FCI)*.



- 1 – Запрос импорт-фактора о платёжеспособности импортёра.
- 2 – Установление импорт-фактором лимита на импортёра.
- 3 – Поставка товара.
- 4 – Предоставление экспортёром экспорт-фактору документов, подтверждающих факт поставки.
- 5 – Выплата экспорт-фактором финансирования экспортёру.
- 6 – Оплата поставки импортёром:
  - a) импортёр платит через импорт-фактора;
  - b) импортёр платит через экспорт-фактора;
  - c) импортёр платит напрямую экспортёру

Рис. 25. Схема импортного факторинга

Последовательность бизнес-процессов фактора при осуществлении факторинговых операций может состоять из следующих этапов:

- 1) Подготовительный этап и подготовка документов, в том числе:
  - ✓ подписание уведомлений с дебиторами;
  - ✓ подготовка уведомления фактора клиенту;
  - ✓ оплата комиссии за рассмотрение;
  - ✓ открытие факторингового счета;
  - ✓ предоставление инвойсов и реестра требований.
- 2) Верификация, в том числе сверка поставок.
- 3) Финансирование, в том числе перечисление авансового платежа.
- 4) Управление дебиторской задолженностью, в том числе:
  - ✓ мониторинг платежей дебиторов;
  - ✓ учёт дебиторской задолженности и формирование отчётов;
  - ✓ инкассирование платежей дебиторов.
- 5) Окончательный расчет, в том числе перечисление остатка платежа после удержания всех комиссий.

Следовательно, практическое использование факторинга обеспечивает повышение финансовой конкурентоспособности предприятия за счет следующих элементов:

1. Финансовый рычаг, т.е. предприятие-поставщик продукции получает финансирование сразу после ее отгрузки или в определенный договором факторинга день. Таким образом, поставщик имеет возможность поставлять продукцию своим покупателям с отсрочкой платежа, при этом получать значи-

тельную часть от суммы поставки сразу же после поставки или по удобному для него графику, не дожидаясь платежа от своего покупателя. Если предприятие нацелено на увеличение объемов продаж, то оно имеет возможность поддерживать оборотный капитал на необходимом уровне и при этом конкурировать с другими поставщиками за клиентов, предоставляя отсрочку платежа. К тому же поставщик, заключив договор факторинга, заранее знает, в какой день деньги поступят на его счет. Необходимо отметить и то, что на практике, предоставляя отсрочку платежа своим покупателям, поставщик не может быть полностью уверен в том, что дебиторы полностью и в срок исполняют свои платёжные обязательства по контракту.

Кроме того, механизм факторинга имеет ряд неоспоримых преимуществ, среди которых в первую очередь следует отметить следующие:

- финансирование осуществляется на протяжении всего срока работы предприятия-поставщика с дебиторами;
- в отличие от классического кредита поставщику не нужно аккумулировать средства для дальнейшего погашения долга, в случае факторинга сумма финансирования будет погашена из платежей покупателей;
- объёмы финансирования автоматически увеличиваются по мере роста объемов продаж.

Таким образом, при финансировании в рамках факторинга полностью решается проблема формирования оборотных средств предприятия, исчезает необходимость поиска залогового обеспечения для получения кредита в банке, и, соответственно, не происходит роста кредиторской задолженности (как элемент повышения инвестиционной привлекательности предприятия). Кроме того, факторинговое финансирование имеет более целевую, чем традиционный кредит, направленность: предприятие выплачивает проценты именно за тот промежуток времени, когда ему действительно нужны деньги. Следовательно, расчет эффективных процентных ставок при кредитовании и факторинге в ряде случаев свидетельствует о том, что обслуживание при факторинге может быть даже дешевле, несмотря на более высокую номинальную ставку.

Величина финансирования при факторинге находится в прямой зависимости от объёма имеющейся дебиторской задолженности предприятия. В отличие от традиционных форм залогового кредитования денежные требования выкупаются факторинговой компанией, а не используются в качестве залога.

Таким образом, при факторинге происходит смена собственника, предприятие продает денежные права требования факторинговой компании. Следовательно, в случае банкротства поставщика факторинговая компания не рискует потерять свои деньги, поскольку права требования к дебиторам поставщика перешли к ней и не подлежат изъятию при процедуре банкротства.

Факторинговое финансирование в отличие от традиционного кредитования доступно информационнонепрозрачным предприятиям и предприятиям, имеющим «плохую» структуру баланса с точки зрения кредитной организации. Такая возможность объясняется тем, что риск невозврата долгов лежит не на предприятии-поставщике, а на покупателях-дебиторах и, соответственно, кредито-

способность поставщика при оценке рисков становится менее значимой, чем финансовое состояние его покупателей.

2. В комплекс услуг факторинга входит также работа, связанная с отслеживанием состояния дебиторской задолженности, работа с дебиторами, которые задерживают оплату поставленной продукции. Как правило, в условия обслуживания включается пункт о том, что факторинговая компания по первому требованию поставщика предоставляет ему отчет о состоянии дебиторской задолженности, включающий в себя информацию обо всех совершенных поставках и платежах его покупателей. Кроме того, в случае безрегрессного факторинга фактор берет на себя заботу о взыскании долгов с дебиторов, что особенно актуально для небольших предприятий, не располагающих собственными ресурсами для инкассации. Это позволяет предприятию-поставщику экономить трудовые и финансовые ресурсы, связанные с взысканием просроченной дебиторской задолженности.

3. Факторинговые компании, накопившие длительный опыт работы на рынке, располагают всей необходимой информацией о деловой репутации и наличии прецедентов несвоевременного выполнения обязательств дебиторами. В связи с этим факторинговые компании могут рассматриваться как своеобразные кредитные бюро, имеющие информацию о платежной дисциплине хозяйствующих субъектов. Кроме того, они используют различные эффективные методы оценки платежеспособности потенциальных покупателей поставщика.

4. Факторинговые компании по сути осуществляют страхование рисков предприятия, связанных с поставкой товаров с отсрочкой платежа, в том числе риска неполучения платежа от покупателя в срок. В результате у предприятия могут возникать проблемы, связанные с недостаточностью оборотного капитала и, соответственно, с расчетами с его кредиторами.

Необходимо отметить, что с учётом специфики работы конкретных предприятий реально может быть востребована только часть рассмотренных преимуществ факторинга.

Кроме того, эффективная работа с кредиторами по получению торговых отсрочек может выступать как «заменитель» факторинга и в идеальном варианте при полной синхронизации (по срокам и суммам) получаемых отсрочек от кредиторов и выдаваемых отсрочек платежа дебиторов может быть достигнут вариант, не требующий использования финансового рычага.

Бесперебойное и эффективное функционирование предприятия любой сферы деятельности во многом напрямую зависит от возможностей сохранять/расширять рынки сбыта, обеспечивать достаточность оборотного капитала. Первое определяется конкурентоспособностью предлагаемого продукта, проводимой маркетинговой политикой и возможностью эффективной работы с потребителями продукции, в том числе на условиях отсрочки платежа. Последнее может достигаться за счет использования факторинга, имеющего ряд важных преимуществ перед другими формами финансирования оборотного капитала.

Таким образом, использование факторинга с позиции инициатора инвестиционного проекта может служить источником первичного формирования обо-

ротного капитала, с одной стороны, при организации сбыта своей продукции (в том числе при расширении своих рынков сбыта) и, с другой – при закупках сырья и материалов, используемых в производственном процессе (например, с применением импортного факторинга).

#### *Вопросы для самоконтроля*

1. Что такое факторинг? В чём его отличие от уступки прав требований (цессии)?
2. Для каких целей используется факторинг в процессе реализации инвестиционных проектов?
3. Дать характеристику основных видов факторинга.
4. Провести сравнительный анализ факторинга и банковского кредитования.

#### **4.5. Проектное финансирование**

**Проектное финансирование** рассматривается как финансирование инвестиционных проектов, при котором сам проект является способом обслуживания долговых обязательств (т.е. погашение выданного кредита осуществляется за счет денежных потоков, образующихся в ходе эксплуатации объекта инвестиционной деятельности).

Выделяют три формы проектного финансирования:

1) Финансирование с полным регрессом на заёмщика (т.е. вся ответственность по возврату кредита возлагается на заёмщика, соответственно, стоимость финансирования относительно невысока и позволяет быстро получить кредит).

2) Финансирование без права регресса на заёмщика (т.е. ответственность по возврату кредита берёт на себя кредитор, стоимость финансирования для заёмщика высока из-за необходимости денежной компенсации кредитору высокой степени риска невозврата ссуды. Главным образом так финансируются проекты, имеющие высокую прибыльность и дающие конкурентоспособную продукцию. Кредитор принимает на себя все риски, связанные с реализацией проекта). Именно данная форма считается классической для проектного финансирования.

3) Финансирование с ограниченным правом регресса предусматривает распределение всех рисков между его участниками так, чтобы каждый участник брал на себя зависящие от него риски (т.е. все участники принимают на себя конкретные коммерческие обязательства, цена финансирования умеренна).

При структурировании сделок в рамках проектного финансирования инициатор инвестиционного проекта учреждает проектную компанию, которая создаётся специально для реализации проекта и обычно не имеет ни финансовой истории, ни имущества для предоставления залога.

Именно использование проектной компании является одной из главных отличительных особенностей этого вида финансирования. Кредит получает не заемщик, имеющий сложившийся бизнес (и, соответственно, прогнозируемый



денежный поток) и положительную кредитную историю, а вновь создаваемое юридическое лицо, имеющее «нулевой» баланс, – проектная компания.

Инициатор инвестиционного проекта (в данном случае его ещё можно назвать инвестором) вкладывает собственные средства в капитал проектной компании. Учитывая тот факт, что инвестор, с одной стороны, редко ограничивается лишь денежными вкладами и получением прибыли, а с другой стороны, особенно когда инвесторов несколько, их вложения могут заключаться не только в финансовых вливаниях, но и в различных ноу-хау, а также других нематериальных активах, для обозначения этой категории участников принят термин **спонсоры проекта**. Следовательно, спонсоры иницируют проект, создают проектную компанию и в той или иной форме рассчитывают извлекать выгоду из ее успешной деятельности.

Несмотря на то что проектная компания, получающая кредит, не имеет ни залогов, ни поручителей в традиционном понимании, доля заемного капитала в проектном финансировании значительно выше, чем в обычных корпоративных кредитах, и средняя сумма, предоставляемая кредитором, составляет 70–80% всех капитальных затрат проекта. Понятно, что это ставит кредитора в трудные условия и требует от него не только поиска альтернативных путей защиты своих капиталов, но и особенно тщательного анализа всех тонкостей финансируемого мероприятия.

«Золотое правило» проектного финансирования: 30% – собственные средства инициатора проекта (должны быть вложены на начальных стадиях проекта), 70% – заёмные средства, полученные от кредиторов. Считается, что такое соотношение минимизирует риски банка с той точки зрения, что инициатор проекта уже вложил достаточно собственных средств и, следовательно, более чем заинтересован в успешном запуске всего проекта.

При этом спонсоры проекта, проводя переговоры с банками на предмет организации проектного финансирования, должны иметь в виду, что потенциальные кредиторы со своей стороны выделяют принципиальные особенности такого вида финансирования, учитываемые при принятии решения:

✓ Сроки таких проектов обычно достаточно велики. Почти всегда речь идет о сроках свыше пяти лет, а в ряде случаев требуется кредитование на срок больше десяти лет.

✓ Во всех без исключения случаях проектного финансирования инвестиционная фаза достаточно сложна и ее успешное завершение нельзя гарантировать.

✓ Исследование рынка выглядит сложнее, чем в случаях с менее значительными инвестициями, так как в процессе реализации таких проектов создаются товары или услуги, для которых трудно подобрать аналоги и историю продаж, а иногда появление на рынке завершеного проекта меняет этот рынок так, что предыдущая история становится неактуальной.

Эти отличия требуют от кредиторов адекватной реакции как в отношении методов исследования, так и относительно того, какой уровень подготовки проекта можно было бы считать удовлетворительным. Спонсоры проекта должны учитывать этот факт при подготовке к защите бизнес-плана перед инвесторами.

С позиции кредитора управление проектными рисками состоит в заключении совокупности проектных контрактов, регулирующих основные вопросы развития проекта и определяющих, как именно риски разных его этапов распределяются между участниками. Количество проектных контрактов может быть различным. Документами, входящими в их число, могут быть следующие:

- ✓ проектное соглашение – документ, определяющий условия поставок продукции или услуг проекта в случае, если один из спонсоров проекта является также потребителем готовой продукции (например, если нефтедобывающая компания является спонсором строительства портового терминала для экспорта своей продукции);

- ✓ контракт на проектирование и сооружение проекта – договоры с проектными, инжиниринговыми и строительными организациями, производителями оборудования и другими участниками инвестиционной стадии;

- ✓ контракты на эксплуатацию и техническое обслуживание (в случае, если для этих целей приглашаются сторонние организации);

- ✓ контракты на поставку энергии, топлива и сырья;

- ✓ разрешения/лицензии, которые сами по себе не являются контрактами, но необходимы для заключения всех проектных договоров;

- ✓ соглашение о государственной поддержке (в случае необходимости);

- ✓ контракты, связанные с оказанием услуг страхования;

- ✓ прямые соглашения, которые связывают кредитора с участниками проектных контрактов. Они необходимы для того, чтобы определить отношение каждого участника проекта к активам, создаваемым и приобретаемым в его рамках как к объекту возможных имущественных претензий в случае возникновения проблем.

Чем полнее пакет проектных контрактов подготовлен до привлечения финансирования, тем четче распределены риски проекта, ниже неопределенность результатов для кредитора, а значит – выше вероятность положительных решений и ниже процентная ставка. Редко бывает так, что кредитор получает проект со всеми перечисленными выше документами, но по мере возможности надо стремиться собрать перед финансированием хотя бы часть указанной документации.

Одновременно с процессом формирования пакета проектных контрактов кредитор начинает анализ потенциала проекта, его возможностей и рисков. Эта работа состоит из пяти самостоятельных направлений:

- 1) *Технологический анализ* – исследование того, насколько предлагаемый план проекта и условия его функционирования соответствуют реалиям и могут ли они быть реализованы. Проект из любой отрасли требует в первую очередь понимания сути бизнеса и только потом – экономических расчетов. Поэтому в банках, где объем проектного финансирования достаточно велик, сотрудники имеют специализации в определенных отраслях с тем, чтобы накапливать навыки и знания, характерные для конкретной сферы деятельности. Поэтому некоторые банки специализируются в организации проектного финансирования лишь определенных отраслей. Такое внимание к технологическим вопросам связано с тем, что проекты чаще всего оказываются неудачными не из-за того,

что спонсоры неверно оценили рыночный спрос, а потому, что проект не смогли запустить в срок и в соответствии с планами.

2) *Правовой анализ*. В любой отрасли юридические аспекты новых инвестиционных проектов могут оказаться даже сложнее, чем основная инвестиционная часть. Соответственно, и внимание со стороны кредиторов здесь должно быть повышенным.

3) *Анализ финансовой состоятельности* строится на построении бюджета проекта и создании достаточного запаса финансовой прочности на всех его этапах. Вопросы финансовой состоятельности решаются в фоновом режиме при построении финансовой модели проекта – центрального аналитического документа, который становится одновременно и инструментом исследования перспектив проекта, и средством для достижения взаимопонимания всех его участников.

4) *Анализ эффективности* включает расчет традиционных показателей эффективности проекта с позиции спонсора и кредитора.

5) *Анализ рисков* заключается в оценке чувствительности проекта к отклонениям прогнозных данных, изучении различных сценариев его осуществления и анализе возможных убытков спонсора и кредитора.

Следует отметить, что основной объем работы аналитических служб кредитора приходится на первые два этапа, а также на сбор и подготовку данных для финансовой модели. Именно на этих этапах труднее всего говорить о единых подходах и методиках, так как индивидуальные особенности каждого проекта здесь доминируют, не оставляя места для стандартизации. В то же время на более поздних этапах применяются уже стандартные показатели и подходы, которые можно легко формализовать и которые практически без изменений повторяются в каждом проекте.

В основе всех выводов, касающихся эффективности проекта, его финансовой состоятельности и рисков, лежит исследование построенной финансовой модели. Нет необходимости объяснять, насколько важным в таких условиях является разумный, обоснованный и сбалансированный подход при построении базового прогноза доходов и затрат проекта, положенных в основу такой модели. Если хотя бы один из элементов финансового плана не будет иметь под собой достаточных оснований, все перечисленные ниже характеристики могут оказаться бессмысленными. Эти характеристики, непосредственно учитываемые при принятии решений, включают в себя следующие элементы:

✓ Традиционные показатели экономической эффективности вложений, основанные на методах, учитывающих фактор времени (дисконтные методы). Как правило, рассчитываются чистая текущая стоимость денежных потоков (NPV), срок окупаемости инвестиций, индекс доходности (IP) и внутренняя норма рентабельности (IRR). Все показатели рассчитываются как с позиции спонсора проекта, так и с позиции кредитора, что, естественно, подразумевает, что и прогноз денежных потоков проекта должен предусматривать выделение чистого денежного потока для каждого из участников.

✓ Общее покрытие долга. Кредитор не только ограничивает максимальную долю своего участия в проекте, он еще и устанавливает предельную долю доходов проекта, которые могут идти на погашение займа. Обычно эта доля устанавливается через коэффициент общего покрытия долга, который рассчитывается как отношение чистых доходов каждого периода проекта к величине платежей по уплате процентов и основного долга, запланированных на тот же период. Нормальное значение этого коэффициента лежит в интервале 1,2–1,5 в зависимости от стабильности доходов проекта. То есть около трети доходов по плану спонсоры должны оставлять себе – это гарантирует кредитору стабильность платежей при колебаниях в деятельности проектной компании.

✓ Точка безубыточности и графики чувствительности. Практически не бывает таких проектов, при которых все коммерческие характеристики были бы определены и защищены проектными контрактами. Это значит, что проект реализуется в условиях неопределенности и даже самый обоснованный прогноз его результатов – всего лишь предположение. Поэтому кредитор стремится не только подтвердить базовый прогноз, но и оценить те пределы, в которых могут отклоняться исходные предпосылки без ущерба для интересов участников проекта. Для этих целей расчеты дополняются анализом чувствительности проекта к изменению ключевых параметров, а также определяются предельные параметры, при которых проект остается финансово состоятельным и экономически эффективным.

✓ Оценка эффективности для пессимистического сценария, которая заключается в прогнозировании возможных убытков, условий их возникновения и способов их минимизации.

В условиях высокой неопределенности развития проекта кредитор неизбежно выходит за рамки простого изучения бизнес-планов и начинает поиск дополнительного подтверждения надежности и признаков повышенного риска. Этот основывается в большей степени на опыте конкретного банка (и, соответственно – конкретных личностей, задействованных в принятии решений).

Вместе с тем необходимо выделить ряд характерных признаков проекта, позволяющих инициатору проекта с большей долей вероятности претендовать на получение финансирования:

✓ Проект прошел стадию предварительного проектирования и имеет подготовленные строительные сметы.

✓ Проект имеет успешно реализованные аналоги, особенно если эти аналоги связаны со спонсорами проекта (т.е. они уже имеют опыт работы в данной отрасли).

✓ Проектные контракты закрепляют долгосрочные отношения с поставщиками и покупателями.

✓ Проект имеет высокую расчетную эффективность, значительно превышающую стоимость привлекаемого капитала.

✓ Длительность эксплуатации проекта значительно больше, чем срок кредитования.

Кроме того, пристальное внимание уделяется самим спонсорам и создателям проектной компании, которые должны обладать следующими характеристиками:

- ✓ Опыт работы в отрасли, где планируется реализация проекта, и, следовательно, способных решить технические и эксплуатационные задачи по мере становления проекта.

- ✓ Достаточной суммой собственного капитала, инвестированного в проект, что должно служить им стимулом для дальнейших действий по защите своих инвестиций в случае возникновения проблем.

- ✓ Приемлемой доходностью на их инвестиции в собственный капитал проектной компании, так как в случае низкой доходности у спонсоров может быть недостаточно стимулов для дальнейшего участия в деятельности проектной компании.

- ✓ Соглашениями о трансфертных ценах с проектной компанией.

- ✓ Заинтересованностью в долгосрочном успехе проекта.

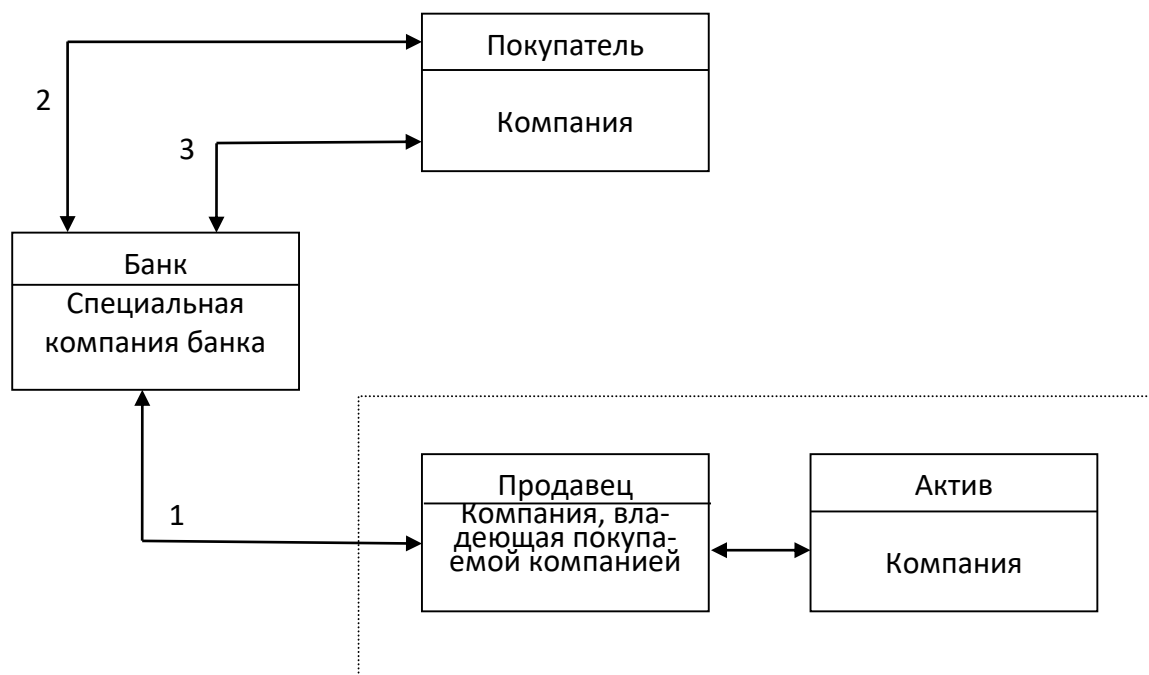
- ✓ Финансовыми возможностями (но не обязательствами) поддержать проект, если он столкнется с трудностями.

Указанные характеристики не являются обязательной частью требований кредиторов, но их наличие/отсутствие тщательно изучается на этапе проверки спонсоров и в конечном итоге существенно влияет на принятие положительного решения на начале финансирования.

Для решения ряда задач в рамках проектного финансирования используются **структурные продукты** – банковские инвестиционные технологии приобретения активов, применяемые в следующих ситуациях: консолидация участников рынка (например, построение вертикально/горизонтально интегрированных холдингов), выкуп долей партнеров, выкуп компаний менеджментом.

Одной из возможных форм реализации таких сделок является выкуп с форвардом (рис. 26), особенность которой заключается в том, что в течение срока финансирования банк является держателем приобретенного пакета акций операционной компании (актив). При этом согласно форвардному контракту заёмщик обязан выкупить эту долю через оговоренный срок по цене, равной цене приобретения пакета банком, плюс накопленный за этот период процент. Дополнительным обеспечением на случай неисполнения форвардного контракта может являться недвижимость и другие материальные активы.

Данная схема, как правило, применяется, когда приобретаемый актив по качеству выше, чем кредитуемая компания, и/или форма организации приобретаемой компании – общество с ограниченной ответственностью.

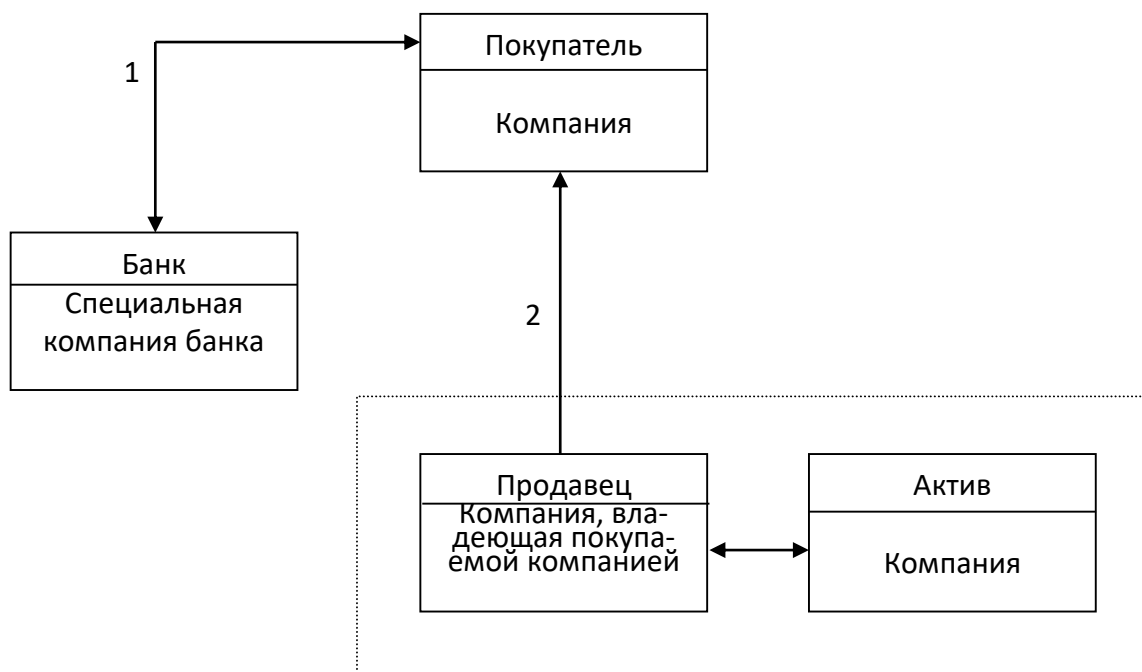


- 1 – Договор купли-продажи (покупка акций в момент совершения сделки).  
 2 – Дополнительный договор залога (обеспечение обязательств по договору купли-продажи).  
 3 – Форвардный договор (покупка акций с отсрочкой платежа и поставки на срок финансирования)

Рис. 26. Финансирование по схеме «выкуп с форвардом»

Другим альтернативным вариантом операций структурного финансирования является сделка «финансирование покупателя», которая заключается в простом кредитовании покупателя под приобретение актива. При этом залог акций оформляется как предварительное условие выдачи кредита.

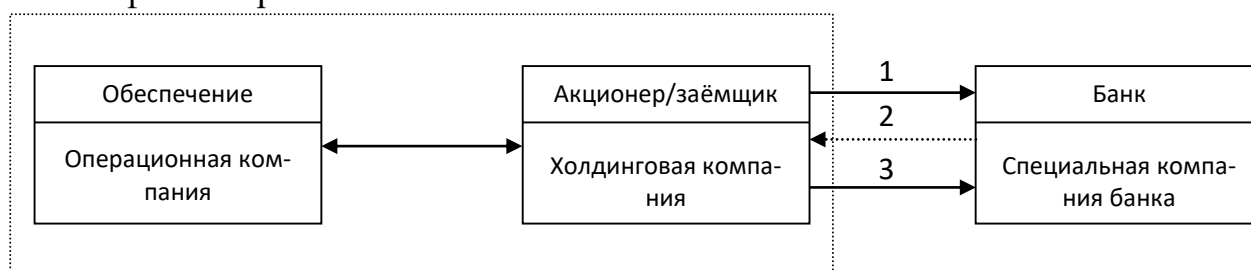
Данная схема возможна, если кредитуемая компания сама по себе имеет относительно высокое кредитное качество и приобретаемая компания организована как открытое или закрытое акционерное общество (рис. 27).



- 1 – Кредитный договор и залог акций приобретаемой компании (обеспечение обязательств по кредитному договору).  
 2 – Договор купли-продажи (покупка акций в момент совершения сделки)

Рис. 27. Финансирование по схеме «финансирование покупателя»

В случае необходимости финансирования под залог акций на сторонние нужды или фондирование части акционеров при проведении дополнительной эмиссии акций возможна реализация следующего подхода в рамках структурного финансирования.



- 1 – Залог акций операционной компании.  
 2 – Кредит.  
 3 – Опцион на определенное количество акций операционной компании

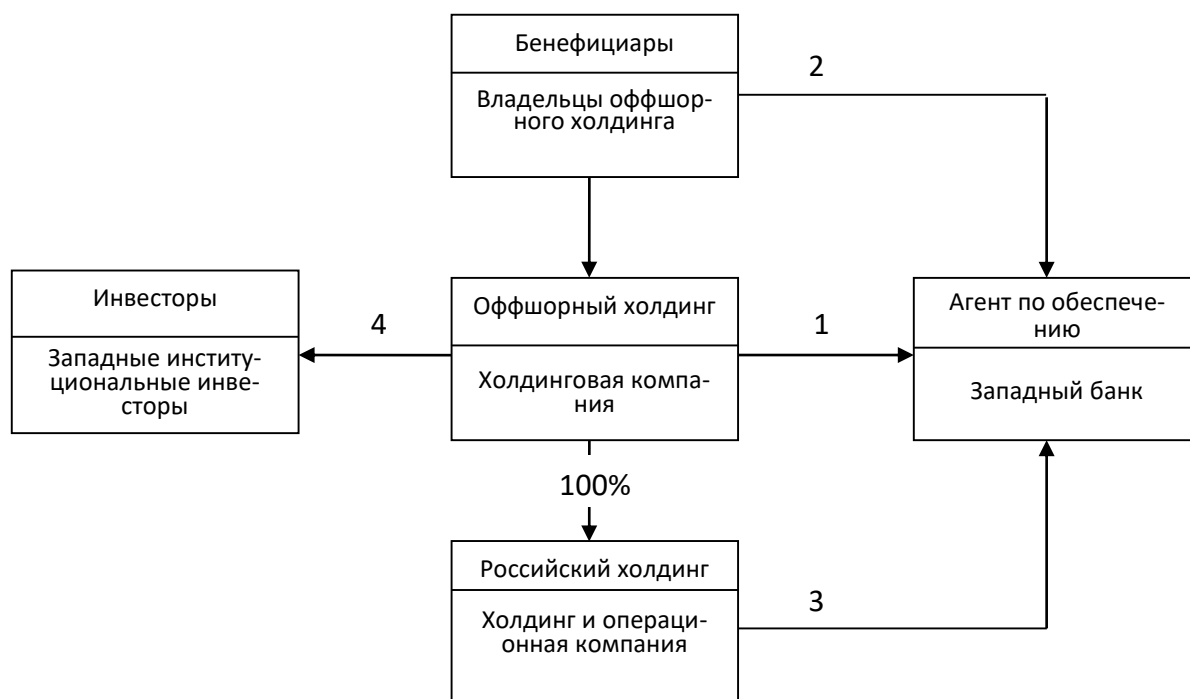
Рис. 28. Финансирование под залог акций для фондирования акционеров

Заемщиком выступает холдинговая компания акционера. В качестве обеспечения при подобном способе финансирования выступают акции российской операционной компании. Для снижения купонной ставки инвесторам может предлагаться колл-опцион на акции операционной компании. Количество акций, составляющих базовый актив, как и прочие параметры опциона, подлежат обсуждению и настройке в каждом конкретном случае (см. рис. 28).

Ещё одной формой структурного финансирования при реализации инвестиционного проекта является эмиссия конвертируемых облигаций.

**Конвертируемые облигации** – это облигации, которые можно обменять на определенное число акций компании в определенные сроки.

Конвертируемые облигации, как правило, продаются ограниченному кругу инвесторов и применяются при финансировании растущих компаний, имеющих четкие перспективы выхода на IPO или продажи стратегическим покупателям в течение ближайших трех лет (см. рис. 29).



- 1 – Залог акций российского холдинга и/или операционных компаний.
- 2 – Залог акций оффшорного холдинга.
- 3 – Поручительство.
- 4 – Размещение облигационного займа

Рис. 29. Привлечение финансирования через выпуск конвертируемых облигаций

Преимущества выпуска конвертируемых облигаций заключаются в следующем:

- ✓ диверсификация способов привлечения капитала;
- ✓ нежелание эмитента «размывать» существующих акционеров по более низкой цене за акцию, чем можно ожидать при IPO или продаже стратегическому инвестору;
- ✓ необходимость уменьшения стоимости заёмного капитала (купонной ставки);
- ✓ потенциально более широкая база инвесторов по сравнению с привлечением в чистом виде заёмного или акционерного капитала, т.к. конвертируемые облигации интересны инвесторам как заёмного, так и фондового рынков;
- ✓ выпуск конвертируемых облигаций позволяет компании начать диалог с инвесторами, которые могут принять участие в предстоящем IPO (проспект эмиссии, road show и т.д.) и создать историю связей с инвесторами (IR) в преддверии IPO.

В рамках структурных продуктов необходимо выделить также модель, раскрывающую возможности реализации инвестиционных проектов на основе управления акционерным капиталом. В качестве источника финансирования



выступает коммерческий банк (в ряде случаев – инвестиционный), который рассматривает инвестиционный проект с точки зрения проектного финансирования (т.е. источником погашения кредита выступают будущие планируемые денежные поступления от реализации проекта). Одновременно с этим банк входит в акционерный капитал создаваемого предприятия, приобретая акции по номиналу в долях, не более 49%.

Следовательно, можно отметить следующие специфические черты указанной модели. Так, в обмен на реальные средства банк вначале получает на достаточно длительное время лишь их условный эквивалент в виде доли недавно созданного предприятия. Причем и эта доля предоставляется ему в условных единицах: в форме акций, которые не могут быть тут же обменены на реальные деньги, поскольку такие ценные бумаги еще не котируются на фондовом рынке, следовательно, являются малоликвидными.

В отличие от «классического» венчурного финансирования и «классического» кредитования банковский процент кредита в рассматриваемой модели по внутренней норме доходности всегда существенно ниже, чем у венчурных фондов, и даже, чем у традиционных кредитов/кредитных линий. Данное обстоятельство связано с тем, что банк, принимая положительное решение об участии в проекте, готов компенсировать снижение процентной ставки по выдаваемому инвестиционному кредиту за счет будущего прироста стоимости акционерного капитала финансируемого предприятия. Кроме того, в данном случае банк не требует страховать свои риски, активно помогает создаваемому предприятию своими советами, опытом и деловыми связями (т.е. банк должен иметь соответствующие аналитические отделы), не оказывая при этом постоянного давления и не осуществляя детализированного контроля за операционной деятельностью, вследствие того что не обладает контрольным пакетом и не стремится к этому.

Банк готов предоставлять на первоначальных периодах отсрочки по погашению процентов за пользование инвестиционным кредитом, т.е. график погашения кредита полностью соответствует планируемому денежному потоку. В случае незначительных сроков отставания в реализации проекта банк будет готов скорректировать график погашения кредита или даже рефинансировать имеющуюся ссудную задолженность.

Срок кредитования в такой модели, безусловно, определяется в первую очередь периодом окупаемости. Вместе с тем банки по сравнению с обычным кредитованием готовы увеличивать стандартные сроки кредитования до 5–10 лет.

Данная модель подразумевает, что предприятие – инициатор проекта может не предоставлять ликвидный залог в объемах, покрывающих всю сумму кредита. Достаточно, чтобы инициатор проекта мог вложить 10–30% собственных средств в денежной или натуральной (например, основные средства, технологии) форме на первоначальном этапе реализации проекта.

Кроме того, банк, выступая в качестве непосредственного заинтересованного консультанта, помогает структурировать юридический аспект создаваемого предприятия таким образом, чтобы, когда бизнес достигнет планируемой капитализации, инициатор проекта мог с меньшими временными и материальными

ми затратами организовать IPO или привлечь новых стратегических инвесторов. Это достигается за счет максимальной «прозрачности» структуры с точки зрения англосаксонского права.

Таким образом, банк сначала финансирует создание предприятия, затем поддерживает его развитие и помогает найти покупателя или выпустить акции для продажи их на фондовом рынке только с одной конечной целью – получить прибыль, покрывающую более низкую процентную ставку по кредиту и компенсирующую соответствующие риски.

С точки зрения управления акционерным капиталом в рассматриваемой модели существуют и успешно применяются три подхода к формированию структуры капитала и созданию различных классов ценных бумаг.

В соответствии с первым подходом при формировании структуры капитала используются только обыкновенные акции для всех категорий инвесторов.

Согласно второму подходу при формировании структуры капитала предприятия используются привилегированные конвертируемые акции для банка, а для инициаторов проекта – обыкновенные акции.

Согласно третьему подходу банк использует «связку» из обыкновенных акций и привилегированных неконвертируемых акций.

Первые два подхода традиционно являются наиболее распространенными. Третий подход в последнее время приобретает популярность и успешно используется на практике.

Наиболее важным преимуществом третьего подхода к формированию капитальной структуры является совмещение интересов банка и инициатора проекта. Неконвертируемые привилегированные акции служат защитой основной части инвестиций, а права собственности заключаются во владении обыкновенными акциями. Таким образом, банк и инициатор проекта заинтересованы в максимизации стоимости предприятия.

Таким образом, финансирование на принципах проектного финансирования в ряде случаев является отправной точкой начала реализации инвестиционного проекта. При этом в рамках данного подхода может быть использована вся совокупность доступных банковских инвестиционных технологий, что в итоге позволяет повысить уровень финансовой конкурентоспособности предприятия.

#### *Вопросы для самоконтроля*

1. Что такое проектное финансирование?
2. В чём отличие проектного финансирования от инвестиционного кредитования?
3. Дать характеристику основных форм проектного финансирования.
4. Каковы основные особенности структурирования сделки на условиях проектного финансирования?
5. Что такое структурные продукты? Перечислить их примеры.
6. Дать характеристику схемы привлечения финансирования через выпуск конвертируемых облигаций.

## **ТЕМА 5. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПРИ ПРИНЯТИИ РЕШЕНИЙ О НАЧАЛЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ ОРГАНИЗАЦИЙ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ**

В начале установления взаимодействий с новым банком предприятие (потенциальный заёмщик), независимо от того, о каком инструменте заёмного или долевого финансирования идёт речь, всегда должно понимать, что кредитной организации необходим определенный (и для большинства банков мало чем отличающийся) объём информации для принятия следующих двух решений: готов ли банк установить кредитные риски на заёмщика и, если готов – то в каком объёме. На практике ещё можно столкнуться с мнением некоторых финансовых менеджеров, которые считают, что при оформлении, например, банковской гарантии (как неденежного инструмента) в сравнении с коммерческим кредитом банк по каким-то причинам должен менее скрупулезно анализировать финансовое состояние заёмщика и не требовать обеспечения по выдаваемой гарантии. На самом же деле, независимо от того, какой инструмент долгового и заёмного финансирования используется, подход конкретного банка при принятии решения о начале работы с заёмщиком будет практически одинаковым.

Соответственно, в целях построения продуктивного диалога с кредитной организацией о начале финансирования (и, следовательно, повышения уровня финансовой конкурентоспособности) необходимо, чтобы потенциальный заёмщик понимал общую логику банка при принятии решения о начале финансирования. Основываясь на практике, в качестве наиболее общего подхода к анализу потенциального заёмщика можно выделить следующие этапы:

### 1) Кредитный анализ.

Основная цель кредитного анализа – оценка кредитоспособности заемщика для минимизации кредитных рисков банка.

Перед обращением в банк потенциальный заёмщик должен чётко структурировать для себя ответы на следующие вопросы:

✓ Каковы потребности предприятия (в привязке к текущей и прогнозируемой ситуации и к реализуемому инвестиционному проекту): сумма, срок, цель, финансовый инструмент?

✓ Действительно ли имеется такая потребность и соответствует ли она заявленному?

✓ Может ли компания позволить себе запрашиваемый кредитный продукт с точки зрения неухудшения своего финансового состояния и вероятности сохранить свою положительную кредитную историю?

Ответы на эти вопросы должны быть чётко и логично увязаны с информацией, подготавливаемой на следующих этапах.

### 2) Бизнес-анализ, который включает в себя следующие элементы:

✓ Анализ рынка, в том числе – общемировые тенденции и тренд в национальной экономике; наличие международных/межправительственных соглашений; влияние государственной политики на отрасль (лояльность, регулирование); наличие/отсутствие национальных проектов; место предприятий в отрасли и на

рынке; уровень влияния конкурентной среды; конкурентные преимущества заёмщика; влияние смежных отраслей.

✓ Анализ бизнеса заёмщика, в том числе – общая динамика развития бизнеса; оценка производственных активов; взаимоотношения с поставщиками, риски непоставки; взаимоотношения с покупателями, риски неплатежа; организация производственного процесса, риск недостаточного производства; анализ дебиторов и кредиторов, а также история отношений с ними, зависимость, заменяемость; оценка операционного цикла; оценка человеческого ресурса.

✓ В случае если заёмщиком планирует выступить предприятие, входящее в группу/холдинг, то необходимо понимать, что как, минимум, придётся раскрывать следующую информацию: структуру группы и её транспарентность; функциональную роль заемщика в группе и внутригрупповые товарно-денежные потоки; юридическую связь участников группы; экономическое обоснование структуры группы.

3) Финансовый анализ. Существует множество научно-методических изданий, детально раскрывающих данный раздел. Тем не менее это многообразие показателей и подходов зачастую может только запутывать менеджмент предприятия при оценке собственного потенциала привлечения заёмного финансирования. В этой связи сфокусируем внимание на минимально необходимом методологическом базисе, который присутствует у подавляющего большинства коммерческих банков.

Финансовый анализ всегда осуществляется в динамике, на основе бизнес-анализа и по трём основным направлениям:

✓ Вертикальный анализ – определение соотношения статей баланса друг к другу и к валюте баланса.

✓ Горизонтальный анализ (динамический анализ) – определение изменения статьи баланса в течение временного отрезка, выявление основных трендов и их причин.

✓ Коэффициентный анализ – анализ основных финансовых коэффициентов.

Ключевые моменты при проведении финансового анализа, на которых фокусируется банк при принятии решения об установлении лимита кредитования на заёмщика, следующие:

✓ Структура баланса должна соответствовать бизнесу заёмщика и его роли в группе/холдинге (при наличии таковой).

✓ Для производственных компаний должно быть характерно доминирование внеоборотных активов, а для торговых – доминирование оборотных активов.

✓ Для производственных компаний обязательно наличие достаточного для производственного цикла сырья и материалов.

✓ Объективные причины резких колебаний в динамике отдельных статей.

✓ Наличие существенных финансовых вложений, как долгосрочных, так и краткосрочных (более 15% валюты баланса), которые должны быть объяснены и понятны с точки зрения функционирования заёмщика.

✓ Источником финансирования внеоборотных активов должны быть долгосрочные источники финансирования (собственные средства и долгосрочные кредиты/займы).

✓ Источниками финансирования оборотных активов может быть собственный капитал и/или текущие обязательства (краткосрочные кредиты и кредиторская задолженность). Если источником финансирования оборотных активов являются долгосрочные кредиты и займы, то проверяется формальная (закрепленная в соответствующих соглашениях) цель привлечения таких кредитов и займов.

✓ Анализируется и строится прогноз достаточности платежеспособности заёмщика в краткосрочной перспективе (способен ли заёмщик расплатиться по краткосрочным обязательствам текущими активами).

✓ Оценивается финансовая устойчивость заёмщика и его зависимость от заёмного капитала.

В коэффициентном анализе в первую очередь банки делают расчет следующих показателей:

Коэффициент общей ликвидности – отношение текущих активов к текущим обязательствам (допустимое значение этого показателя находится в пределах единицы).

Величина собственных оборотных средств как разница между текущими активами и текущими обязательствами, которая не должна превышать 15–20%.


Отношение всех обязательств заёмщика к собственному капиталу не должно превышать значения 5–7.

Отношение финансового долга к собственному капиталу не должно превышать значения 3–5.

Отношение финансового долга к среднемесячной выручке не должно превышать значения 3–6.

Доля собственного капитала в валюте баланса должна быть не менее 15–30%.

Кроме того, ряд банков использует коэффициенты, основанные на расчетах показателя EBITDA. Тем не менее использование данного показателя имеет ряд общеизвестных недостатков, главным из которых является то, что этот показатель заимствован из международных стандартов бухгалтерского учета и, будучи рассчитан по российским стандартам бухгалтерского учёта, не всегда отражает объективную картину.

 **Финансовый долг** – показатель, включающий в себя следующие элементы: текущие финансовые заимствования (кредиты и займы); обеспечение платежей (поручительства), выданных по обязательствам третьих лиц; остаток платежей по лизинговым договорам; банковские гарантии, обеспечивающие обязательства заемщика; непокрытые аккредитивы; лимиты, установленные по операциям факторинга с регрессом.

**EBITDA** (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – аналитический показатель, равный объёму прибыли до вычета расходов по процентам, уплаты налогов и амортизационных отчислений.

Банки, как правило, оценивая состав и качество собственного капитала разделяют его на составные части в зависимости от того, какую часть капитала легче всего «вывести» из компании. Естественно, что акционерный / уставный капитал является самым надежным. Кроме того, например, если добавочный капитал основан на переоценке основных фондов, то будет уделяться пристальное внимание самой переоценке (её экономической сути).

Ещё одним информативным методом, позволяющим сформировать мнение о финансовой устойчивости заёмщика, является построение прогноза потока денежных средств (cash flow).

#### 4) Анализ структуры сделки.

Необходимо понимать, что при принятии решения об установлении лимитов кредитования на заёмщика банк в первую очередь исходит из прогноза того, что заёмные средства будут возвращены заёмщиком в срок и в полном объёме, и ни в какой мере не заинтересован в реализации залогового имущества, что связано с дополнительными временными и денежными затратами банка (в этом есть принципиальное отличие коммерческого банка от ломбарда).

Соответственно, структура сделки должна быть детализирована и отражать следующие моменты:

- ✓ объём, срок и валюта финансирования;
- ✓ инструменты финансирования;
- ✓ целевое использование;
- ✓ стоимость финансирования с учётом возможностей заёмщика по его обслуживанию;
- ✓ структура обеспечения (поручительство, залог недвижимости/ оборудования/ товарно-материальных ценностей/ прав требования по договорам и т.д.);
- ✓ если заёмщик входит в группу/холдинг, то роль и место заёмщика в группе и финансовое состояние группы в целом.

Таким образом, при установлении лимита кредитования на заёмщика коммерческий банк исходит из того, что должно выполняться «необходимое и достаточное условие» (если проводить аналогию с математической наукой). При этом под «необходимым условием» мы понимаем адекватное финансовое состояние заёмщика, а под «достаточным условием» – наличие ликвидного обеспечения. При выполнении этих двух условий предприятие имеет все предпосылки получения доступа к банковским инвестиционным технологиям, как инструменту управления своей финансовой конкурентоспособностью.

#### *Вопросы для самоконтроля*

1. Каковы основные этапы анализа банком потенциального заёмщика? Дать краткую характеристику каждому этапу.
2. Каковы особенности проведения финансового анализа?
3. Что такое «финансовый долг»?
4. Как рассчитывается показатель EBTDA?
5. Для чего необходимо строить прогноз движения денежных средств для планируемого к реализации инвестиционного проекта?

## ТЕМА 6. ИНСТРУМЕНТЫ ПУБЛИЧНОГО ЗАЁМНОГО (ДОЛГОВОГО) ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Среди долговых инструментов публичного привлечения заёмного капитала наиболее распространёнными являются облигации и кредитные ноты. При этом основными задачами публичного размещения долговых инструментов являются получение минимальной стоимости заимствований (или формирование таких предпосылок в будущем) и размещение долговых инструментов среди максимального круга инвесторов (т.е. получение публичной кредитной истории). Именно последний фактор является определяющим для обеспечения роста финансовой конкурентоспособности предприятия в долгосрочной перспективе.

### 6.1. Облигационный заём

Для предприятия – инициатора инвестиционного проекта одним из инструментов привлечения средне- и долгосрочных заёмных ресурсов является выпуск облигационных займов.

В общем случае под **облигацией** следует понимать ценную бумагу, свидетельствующую о том, что её держатель предоставил заём эмитенту данной облигации.

Выпуск облигаций характеризуется следующими особенностями:

- ✓ значительным объемом финансирования (от 200 млн руб.);
- ✓ облигации размещаются и обращаются на бирже (следовательно, привлекается максимально широкий круг инвесторов);
- ✓ длительный срок финансирования (от 1 до 5 лет и больше);
- ✓ периодичность выплаты процентов (раз в полгода или ежеквартально);
- ✓ диверсификация источников заемного финансирования по виду, типу инструментов, срокам, кругу инвесторов/кредиторов и т.д.;
- ✓ создание и укрепление публичной кредитной истории, позволяющей снижать стоимость заимствований;
- ✓ дополнительные возможности по управлению корпоративными финансами;
- ✓ альтернатива долевого финансированию компании;
- ✓ не предусматривается залог или иное материальное обеспечение;
- ✓ погашение осуществляется единовременно или частями (амортизация долга).

Указанные особенности позволяют охарактеризовать облигации как аналог необеспеченного кредита, предоставляемого предприятию множеством кредиторов.

При организации облигационного займа банк исполняет одну или несколько из следующих функций:

- ✓ Организатор (разработка оптимальной структуры и параметров облигационного займа; подготовка необходимой нормативно-правовой базы и аналитических материалов; установление отношений с биржей).
- ✓ Андеррайтер (определение потенциального круга инвесторов и ожидаемого спроса; продажа облигаций на бирже в качестве агента; обеспечение раз-

мещения выпуска облигаций в полном объеме среди широкого круга инвесторов, формирование синдиката андеррайтеров).

✓ Платёжный агент (выплата доходов и погашение облигаций от имени эмитента; расчет и выплата налогов).

✓ Маркет-мейкер и прочие функции (кредитование на срок до размещения облигационного займа – бридж-кредит; поддержка вторичного рынка, в том числе путём обеспечения поддержки двусторонних котировок по облигациям, осуществление межбанковского кредитования под залог облигаций, проведение сделок РЕПО).

С позиции инвестора (владельца облигации) облигация обеспечивает некоторый доход, – как правило, он регулярно получает проценты по купонам и в конце срока выкупную цену. Доход от облигаций обычно ниже, чем от других видов ценных бумаг, в то же время он более стабилен, так как в меньшей степени зависит от конъюнктурных колебаний и фаз экономического цикла, чем, например, доход от акций. В связи с этим в облигации инвестируют свободные средства пенсионные фонды, страховые компании, паевые инвестиционные фонды и другие институциональные инвесторы.

Основные параметры облигации следующие:

✓ номинальная цена (номинал);

✓ выкупная цена (или правило её определения, если цена отличается от номинала);

✓ дата погашения;

✓ норма доходности (купонная процентная ставка);

✓ периодичность купонных выплат.

По срокам погашения облигации могут быть с фиксированной датой погашения и без указания даты погашения (бессрочные, т.е. могут быть выкуплены эмитентом в любой момент).

По способу выкупа облигации могут быть: с разовым платежом, с распределенными во времени погашениями оговоренных долей номинала и с последовательным погашением доли общего количества облигаций (серийные облигации).

По методу выплаты дохода облигации могут быть следующие: бессрочные облигации с выплатой только процентов; облигации с нулевым купоном (проценты не выплачиваются); проценты выплачиваются одновременно вместе с номиналом в конце срока; проценты выплачиваются периодически, а номинал в конце срока.

Ставка купона по облигациям в большинстве случаев фиксируется на весь срок обращения облигаций. Вместе с тем возможны выпуски облигаций с плавающей процентной ставкой, уровень которой ставится в зависимость от каких-либо внешних параметров (доходность определенных государственных ценных бумаг, уровень ставок Mosprime, Mosibor и т.д.).

На практике в подавляющем большинстве случаев выпускаются облигации со следующими параметрами: периодическая выплата фиксированных процентов (ежеквартально или по полугодиям), выкуп осуществляется по номиналу в фиксированную дату погашения.



Необходимо понимать, что с момента эмиссии облигаций и до погашения они обращаются (т.е. продаются и покупаются физическими и юридическими лицами) на организованном рынке ценных бумаг. Рыночная цена в момент выпуска может быть равна номиналу, меньше номинала (с дисконтом) или выше номинала (с премией). Следовательно, общий доход инвестора от приобретений облигаций состоит из двух элементов: купонных выплат и разности между номиналом и ценой приобретения облигации (в случае, если цена приобретения меньше номинала; в противном случае – отрицательная разница уменьшает общий доход инвестора).

Функции банка как организатора и андеррайтера во многом и заключается в структурировании параметров будущего облигационного займа таким образом, чтобы выпуск был востребован инвесторами на рынке. В данном случае большое значение уделяется рейтингам, которые присваиваются как эмитенту, так и отдельным выпускам облигаций.

Качество облигаций в отношении кредитного риска (характеризует кредитоспособность и надёжность эмитента) оценивается специальными агентствами путём отнесения конкретных облигаций к той или иной категории надёжности, что и называется **присвоением рейтинга**. Наиболее авторитетными в мире рейтинговыми агентствами являются Moody's, Standard & Poor's, Fitch.

Присвоение эмитенту облигационного займа того или иного рейтинга позволяет решить одновременно целый ряд вопросов:

- ✓ оценить требуемую доходность по присвоенной категории;
- ✓ обеспечить ликвидность облигационного займа через информирование инвесторов;
- ✓ в ряде случаев решить задачу выхода на рынок (например, размещение займа на рынке еврооблигаций возможно только после присвоения рейтинга одним из указанных агентств).

По корпоративным облигациям в основе рейтинга лежит анализ перспектив развития эмитента и отрасли, конкурентоспособность, структура капитала, коэффициенты финансовой устойчивости и ликвидность рынка ценных бумаг. Как правило, рейтинг облигационного займа не превышает рейтинга самого эмитента, который, в свою очередь, не превышает странового.

Банк при структурировании облигационного займа совместно с эмитентом должен сформулировать ответы на следующие вопросы:

- 1) Цель выпуска облигаций. Цели эмиссии должны быть увязаны с инвестиционной программой или стратегией развития эмитента.

По целям все облигационные выпуски делятся на два типа: текущие и перспективные.

Реализация текущих проектов возможна в том случае, когда потребность в финансировании возникла уже сегодня, т.е. средства привлекаются для финансирования конкретного проекта и увязываются со сроками реализации и объёмом затрат всего инвестиционного проекта.

Главная же цель перспективных проектов – «выйти» на рынки публичного долга, начать формировать **публичную кредитную историю**. В этом случае

эмитент устанавливает произвольный срок обращения (часто даже до 1 года) и небольшой объём эмиссии.

2) Состояние внешней и внутренней среды (оценка кредитоспособности и факторы, на неё влияющие). К факторам внешней среды относят текущее состояние отрасли, к которой принадлежит эмитент, влияние изменений экономической ситуации в стране на отрасль. К внутренним факторам относят положение эмитента внутри отрасли, принадлежащая ему доля рынка, финансово-экономические показатели, деловую репутацию. Совокупность всех указанных факторов также отражается в присвоенном рейтинге.

3) Прямые маркетинговые исследования, которые заключаются в определении круга потенциальных покупателей облигаций, их готовности приобрести облигации и возможных объёмов сделок.

4) Исходя из собранной информации формируются параметры займа:

- ✓ объём эмиссии;
- ✓ срок обращения облигаций;
- ✓ вид купона (фиксированный или плавающий);
- ✓ возможность досрочного выкупа для инвесторов (предусмотрена или нет, со стороны эмитента или третьих лиц);
- ✓ график выплаты по купонам;
- ✓ методы размещения (закрытая или открытая подписка, аукцион или размещение по фиксированной цене);
- ✓ выбор торговой площадки для размещения и организации вторичного обращения.

Кроме того, при планировании размещения рублёвого облигационного займа необходимо принимать во внимание следующие правила:

1) Срок заимствования должен составлять не более трёх–пяти лет. В настоящее время горизонт инвестирования средств в рублях, к которому готовы участники рынка корпоративных облигаций, составляет около трёх лет. Это обусловлено тем, что у основных участников рынка (банков) по-прежнему преимущественно короткие пассивы, а ликвидность облигаций остаётся достаточно низкой. Поэтому при отсутствии оферты или возможности досрочного погашения по долгосрочным облигациям их будет крайне трудно разместить на рынке даже при высоком уровне доходности.

Вместе с тем организация выпуска облигаций связана с определенными единовременными расходами, которые в среднем составляют 1,5–2% от объёма выпуска, а также затратами времени. Из-за этого многие эмитенты предпочитают размещать займы с большими сроками обращения. Если при сроке размещения один год накладные расходы увеличивают стоимость заимствования на 1,5%, то при увеличении срока до трёх лет расходы в годовом исчислении снижаются до 0,5%. И это весьма существенная экономия. При размещении облигаций на срок более двух лет для удешевления и повышения спроса со стороны инвесторов выставляется 1–2-х годовая оферта.



*Оферта – обязательство эмитента приобрести облигации у инвесторов.*

2) Объем заимствований должен составлять не более 10–15% годового оборота компании. Это соответствует тому объёму, который стабильно работающая компания может аккумулировать при неблагоприятной ситуации, т.е. в случае отсутствия возможности рефинансировать облигационный заём. С другой стороны, целесообразно, чтобы объём облигационного займа составлял не менее 200–500 млн руб.

Соответственно, годовой объём выручки эмитента должен составлять не менее 60–100 млн долл. США, а показатели самостоятельной бухгалтерской отчетности по российским стандартам должны быть удовлетворительными.

3) Чем проще инструмент, тем лучше для инвестора.

К особенностям, «утяжеляющим» выпуск облигаций, относится всё, что делает инструмент нестандартным, в том числе:

- ✓ переменная ставка купона;
- ✓ высокая частота оферт (в настоящее время чаще, чем один раз в полгода);
- ✓ неравномерные купонные выплаты;
- ✓ нехарактерная для рынка база расчета купона (стандартом на российском рынке при расчете купона является фактическое число дней в году и купонном периоде, поэтому если для расчетов число дней в году принимается равным 360, это представляет неудобство для инвесторов);
- ✓ неравномерный график погашения (амортизационные выпуски).

Как показывает практика, бумаги с более понятной структурой активнее торгуются на вторичном рынке, а это позволяет делать прогноз, что в перспективе для эмитента стоимость заимствований будет снижаться.

4) Эмитенты, не имеющие экспортной выручки, не должны делать «валютной оговорки».

Общее правило заключается в том, что если основная доля поступлений у эмитента рублёвая, то и облигационный заём не должен предусматривать валютных компенсаций. Исключение возможно только в случае заимствования на короткий срок (до шести месяцев) и когда у эмитента есть веские аргументы ожидать, что курс рубля будет стабильным в течение всего периода обращения облигаций. В то же время, как отмечалось выше, высокие накладные расходы при эмиссии краткосрочных облигаций (3–5% годовых для шестимесячных выпусков) делают такие заимствования бессмысленными для предприятий.

Для тех же эмитентов, которые имеют значительный объём продаж в валюте или чья выручка индексируется к валютному курсу, наличие валютной оговорки может давать дополнительные преимущества при эмиссии облигаций. Причем эти преимущества проявляются не столько в пониженной ставке, сколько в удлинении сроков заимствований.

При выпуске облигационного займа эмитент несёт расходы, которые можно условно разделить на процентные и непроцентные. К процентным расходам относят выплаты купонного дохода или сумму дисконта (в случае, если облигации бескупонные). Величина купона или дисконта зависит от конъюнктуры финансового рынка, а также от параметров облигаций.

К непроцентным расходам относят расходы, связанные с организацией выпуска, размещением и погашением облигаций.

Например, непроцентные расходы на организацию среднестатистического займа (объем – 1 млрд руб., срок обращения – 3 года) состоят из элементов, представленных в табл. 5.

Таблица 5

**Состав непроцентных расходов на организацию среднестатистического займа (объем – 1 млрд руб., срок обращения – 3 года)**

Основные статьи затрат	Размер затрат		Сроки оплаты
	(%)	(руб.)	
Вознаграждение банка-организатора	1–1,5	10 –15 млн	Перед размещением
Государственные пошлины (НДС не облагается)	0.0112	112 000	Перед подачей документов на государственную регистрацию выпуска
Допуск к размещению на ФБ ММВБ** (без учета НДС)	0.0208	208 000	Сразу после размещения
Комиссия ФБ ММВБ по сделкам с ценными бумагами (с учетом НДС)	0.0065	65 000	В момент размещения (удержание из суммы займа)
Комиссия ММВБ за клиринг (с учетом НДС)	0.0065	65 000	В момент размещения (удержание из суммы займа)
Комиссия ММВБ за ИТС (с учетом НДС)	0.0060	60 000	Окончание табл. 5 займа)
Вознаграждение НДС по договору эмиссионного счета депо (без учета НДС)	0.0393	393 120	После государственной регистрации выпуска, но до начала размещения
Раскрытие информации, печать информационного меморандума (без учета НДС)	0.0050	50 000	В момент раскрытия информации
Проведение презентации (без учета НДС)	0.0300	300 000	Перед проведением презентации
Итого	<b>1,13–1,53</b>	<b>11–16 млн</b>	

Для целесообразности выпуска облигаций заемщик должен соответствовать некоторым критериям:

- ✓ Масштаб бизнеса (выручка – от 2 млрд руб., активы – от 2 млрд руб.).
- ✓ Долговая нагрузка (отношение финансового долга к собственным средствам – не более 1,5; отношение финансового долга к выручке – не более 0,4).

✓ Структурные требования (консолидация основных активов и денежных потоков в рамках 2-3 юридических лиц).

Реализация проекта от принятия решения о выпуске облигационного займа до получения денежных средств в среднем занимает 4–5 месяцев (рис. 30).

Недели	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
События																			
Выбор организатора выпуска облигаций	■																		
Подготовка документов для государственной регистрации, включая проспект облигаций		■	■	■	■	■	■	■											
Подготовка информационного меморандума						■	■	■	■	■	■	■							
Государственная регистрация выпуска облигаций в ФСФР России									■	■	■	■							
Маркетинг выпуска облигаций, переговоры с инвесторами													■	■	■	■			
Согласование диапазона процентной ставки и формирование синдиката андеррайтеров																■			
Размещение облигаций																	■		
Подготовка и государственная регистрация отчета об итогах выпуска облигаций. Начало вторичного обращения																		■	■

Рис. 30. Хронология мероприятий при организации облигационного займа

Процесс выпуска облигационного займа может быть структурирован двумя способами:

1) Размещение облигаций непосредственно от имени компании-заёмщика (рис. 31).

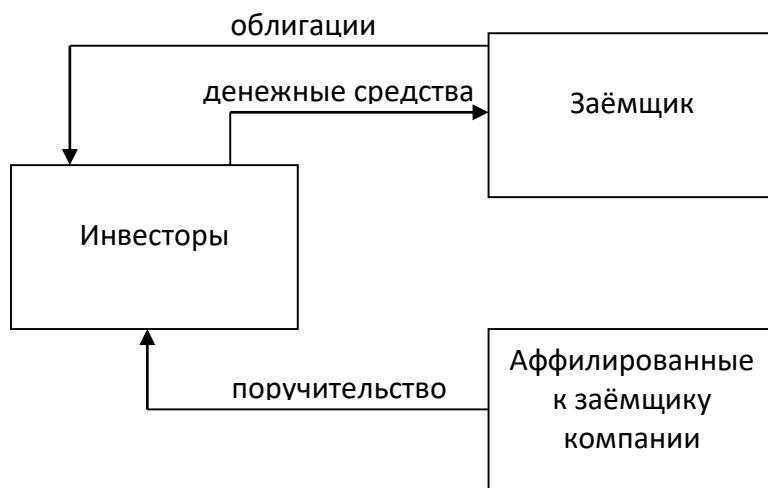


Рис. 31. Алгоритм размещения облигационного займа непосредственно от имени компании-заёмщика

К преимуществам такой схемы размещения можно отнести:

- ✓ облигации – непосредственные обязательства заемщика, что свидетельствует об их более высоком кредитном качестве;
- ✓ возможность размещения облигаций без обеспечения;
- ✓ отсутствие внутренних оборотов денежных средств.

Вместе с тем необходимо отметить и ряд недостатков, которые свойственны такой схеме размещения облигационного займа:

- ✓ сложность и длительность принятия требуемых корпоративных действий;
- ✓ увеличение количества «прямых» кредиторов, ограничения в принятии отдельных корпоративных решений;
- ✓ увеличение долговой нагрузки отдельной компании (в случае финансирования крупного холдинга).

Следовательно, прямые обязательства компании менее рискованны для инвесторов, но в то же время повышают степень влияния владельцев облигаций на деятельность компании-эмитента.

2) Размещение облигаций от имени специально созданной компании – Special Purpose Vehicle (SPV) (см. рис. 32).

К преимуществам такой схемы размещения можно отнести:

- ✓ упрощение принятия корпоративных действий;
- ✓ упрощенную процедуру последующего раскрытия информации (SPV не ведет операционной деятельности);
- ✓ возможность избежать ограничений в части размера чистых активов и уставного капитала эмитента.

Вместе с тем необходимо отметить и ряд недостатков, которые свойственны такой схеме размещения облигационного займа:

- ✓ «распыление» ответственности (т.е. снижение кредитного качества);
- ✓ необходимость одобрения сделки поручительства и предоставления информации по всем поручителям;

✓ необходимость составления сводной бухгалтерской отчетности.

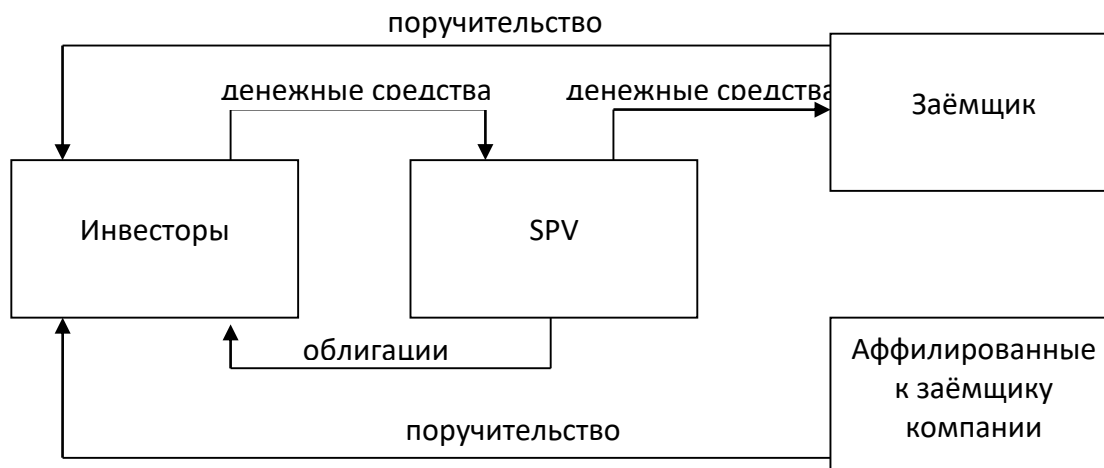


Рис. 32. Алгоритм размещения облигационного займа от имени специально созданной компании – *Special Purpose Vehicle (SPV)*

Следовательно, использование SPV упрощает процесс организации выпуска облигаций и оптимально для холдингов, но в то же время увеличивает риски инвесторов.

Таким образом, использование облигационных займов позволяет диверсифицировать источники привлечения заёмного капитала, одновременно получить большой объём финансирования, что является существенным фактором при финансировании капиталоемких инвестиционных проектов и обеспечении финансовой конкурентоспособности.

## 6.2. Кредитные ноты

**Кредитные ноты** – эмиссионные ценные бумаги в иностранной валюте (в перспективе также в российских рублях), закрепляющие права их владельца на получение от эмитента кредитных нот в предусмотренный срок их номинальной стоимости и фиксированных процентов, производимых в его пользу заемщиками по кредитным договорам.

Процедуры выпуска и обращения кредитных нот осуществляются в соответствии с англосаксонским правом, а сами кредитные ноты размещаются среди широкого круга международных инвесторов. Данная особенность связана с тем, что отечественное законодательство в настоящее время не регламентирует применения подобных инструментов публичного финансирования.

Выпуск кредитных нот характеризуется рядом существенных преимуществ в сравнении с другими инструментами заимствований на международных рынках капитала, среди которых необходимо отметить следующие:

- ✓ Отсутствуют жесткие требования по раскрытию информации о заемщике.
- ✓ Кредитные рейтинги международных рейтинговых агентств не обязательны, но их наличие позволяет снизить стоимость заимствования.

✓ Сроки исполнения транзакции значительно короче по сравнению с еврооблигациями, рублевыми облигациями и аналогичными долговыми инструментами.

Кроме того, для заёмщиков выпуск кредитных нот кроме привлечения необходимого финансирования может означать ещё повышение доверия инвесторов, начало публичной кредитной истории, что может быть полезным в дальнейшем при последующих выпусках еврооблигаций или проведении IPO.

Кредитные ноты, как правило, выпускаются независимой компанией (SPV), создаваемой банком в рамках зарегистрированной Глобальной Программы по Выпуску Долговых Обязательств (см. рис. 33). Процесс размещения кредитных нот на долговом рынке капитала включает в себя следующие этапы:

- 1) подготовка аналитических материалов;
- 2) маркетинг и предпродажная подготовка;
- 3) позиционирование нот на долговом рынке капитала;
- 4) формирование спроса, синдиката и размещение нот.

При организации выпуска кредитных нот банк исполняет одну или несколько из следующих функций:

✓ Организатор (в том числе разработка оптимальной структуры и параметров выпуска кредитных нот; подготовка необходимой нормативно-правовой базы и аналитических материалов).

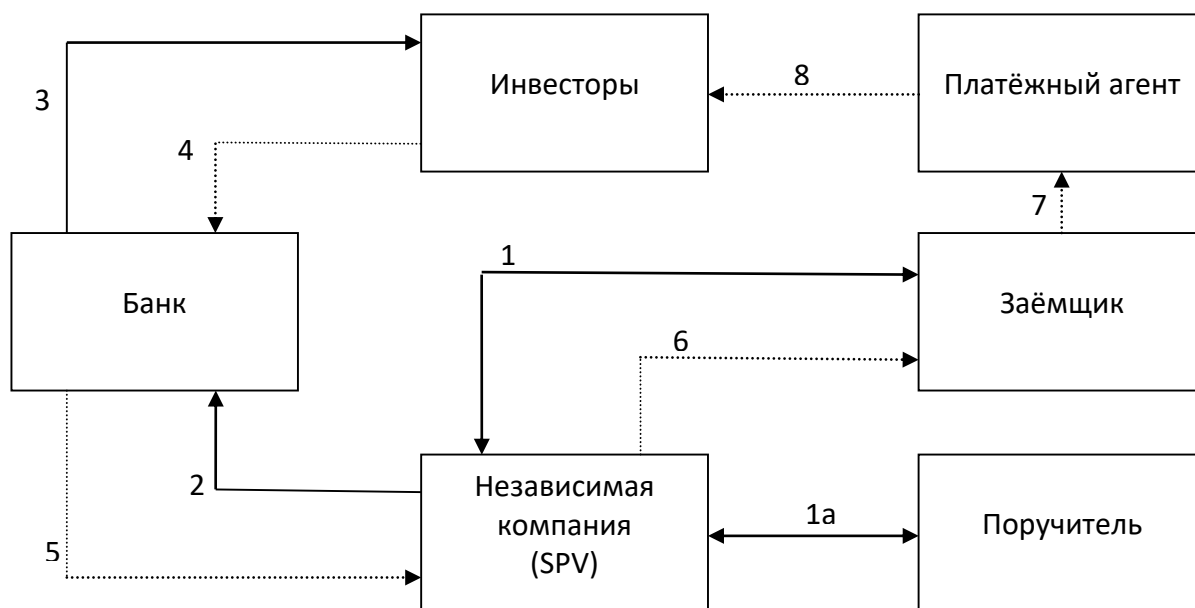
✓ Организатор синдиката, bookrunner, дилер (в том числе формирование «книги» спроса на размещаемые кредитные ноты; технический выкуп нот у SPV и продажа их инвесторам).

✓ Маркет-мейкер (в том числе заключение сделок с размещенными кредитными нотами за свой счет; выставление котировок для поддержания ликвидности выпуска).

✓ Прочие функции (в том числе бридж-кредитование на срок до размещения кредитных нот; аналитическая поддержка в течение срока обращения нот).

Для эмитента размещение кредитных нот имеет ряд преимуществ в сравнении с размещением еврооблигаций (см. табл. 6).





1 – Соглашение о займе.

1a – Договор поручительства третьего лица (как правило, применяется для других предприятий, входящих в холдинг).

2 – Выкуп кредитных нот банком-организатором.

3 – Продажа (размещение) кредитных нот банком-организатором от своего имени широкому кругу инвесторов.

4,5,6 – Объём финансирования, полученный от размещения кредитных нот на рынке.

7 – Осуществление купонных выплат по кредитным нотам и погашение кредитных нот в конце срока обращения через платёжного агента (как правило, первоклассный западный банк).

8 – Платёжный агент перечисляет купонные выплаты и средства за выкупленные кредитные ноты инвесторам (владельцам кредитных нот)

Рис. 33. Алгоритм организации выпуска кредитных нот

Таблица 6

### Сравнение условий выпуска кредитных нот и еврооблигаций

Критерий сравнения	Для кредитных нот	Для еврооблигаций
Отчетность по международным стандартам финансовой отчетности	Желательно	Обязательно за 3 года
Кредитные рейтинги	Желательно	Как минимум от одного рейтингового агентства
Срок обращения	До 2–3 лет	3–10 лет
Раскрытие информации	Отсутствуют жесткие требования	Жесткие требования
Листинг	Не обязательно	Обязательно
Срок реализации	6–8 недель	12–16 недель

Кредитная и эмиссионная документация по публичным долговым инструментам, в том числе по кредитным нотам, обязательно содержит условия, налагающие на заемщика дополнительные обязательства ограничивающего характера (кованты), которые определяются индивидуально по каждому выпуску:

1) Общие кованты:

✓ обязательство по своевременной уплате налогов и других требований;

- ✓ обязательство предоставлять финансовую информацию;
- ✓ ограничения по изменению структуры управления;
- ✓ случаи неисполнения обязательств по другим договорам;
- ✓ изменения негативного характера;
- ✓ соблюдение экологических требований.

2) Ограничения деловой активности:

- ✓ запрет залога имущества;
- ✓ запрет на корпоративную реорганизацию;
- ✓ ограничение операций с аффилированными лицами;
- ✓ ограничения по изменению бизнеса;
- ✓ ограничения по изменению структуры управления.

3) Финансовые ковенанты:

- ✓ ограничение суммы долга (абсолютное или относительное);
- ✓ ограничение по объему активов (относительное или абсолютное);
- ✓ ограничения по рентабельности.

Так же, как и при облигационном займе, эмитент несёт процентные и непроцентные расходы. В состав непроцентных расходов на организацию выпуска кредитных нот включаются следующие:

- ✓ комиссия банка как ведущего организатора, расчетного агента и дилера – до 1,25% от суммы выпуска в зависимости от сложности сделки;
- ✓ комиссия SPV за эмиссию – до 5–10 тыс. долл. США;
- ✓ комиссия доверительного управляющего – до 5–10 тыс. долл. США;
- ✓ комиссия юридического консультанта доверительного управляющего – до 20 тыс. долл. США;
- ✓ комиссия платёжного агента – до 5 тыс. долл. США;
- ✓ комиссия юридического консультанта ведущего организатора – до 100 тыс. долл. США;
- ✓ накладные расходы – до 10 тыс. долл. США;
- ✓ road-show – до 50 тыс. долл. США.

Ключевым элементом организации публичного привлечения капитала является проведение **road-show** – встречи с потенциальными инвесторами, на которых они стремятся узнать полную историю компании, ее стратегию и миссию, корпоративную структуру, интересуются точкой зрения менеджеров и собственников предприятия на перспективы развития их бизнеса. Интерес представляет конъюнктура, тенденции отрасли, в которой работает эмитент, конкуренты, их доля и планы, преимущества и недостатки.

Основная цель проводимых road-show – дать потенциальному инвестору максимально широкое понимание направления использования капитала, который компания планирует привлечь. Кроме того, road-show – реальная возможность познакомиться с топ-менеджментом компании и ее собственниками, так как на подобных встречах оцениваются не только финансовые показатели предприятия и перспективы бизнеса, но и наиболее пристально – наличие команды менеджеров, их способность быстро принимать грамотные решения. Для успеха таких встреч (и, соответственно, размещения) очень важно учитывать человеческий фактор.

Чаще всего подобные мероприятия проводятся в странах с наиболее развитым и капиталоемким фондовым рынком – США, Великобритании. Теоретически в маршрутах компаний по мировым финансовым центрам могут значиться и азиатские мегаполисы, например, Токио, Гонконг. В среднем road-show занимает до двух недель.

Все мероприятия в рамках road-show можно разделить на две части.

1) Встречи «один-на-один», когда проводятся конфиденциальные переговоры с представителем конкретного инвестора. Приватные беседы позволяют получить ответы на целый ряд вопросов, большинство из которых выходят за рамки стандартных рекламно-презентационных сообщений.

2) Публичные мероприятия, презентации, брифинги, пресс-конференции, на которые приглашается широкий круг инвесторов и журналистов.

Во встречах в обязательном порядке должен быть задействован топ-менеджмент компании. Все ключевые фигуры встречаются с инвесторами и детально отвечают на любые интересующие их вопросы.

Таким образом, инициатор инвестиционного проекта, используя опыт банка в работе с инвесторами, получает возможность привлекать средства от широкого круга международных инвесторов, тем самым расширяя собственный потенциал управления своей финансовой конкурентоспособностью.

#### *Вопросы для самоконтроля*

1. Каковы цели публичного размещения долговых инструментов?
2. Что такое облигация? Каковы особенности облигационных займов?
3. Каковы основные параметры облигации? Какие существуют виды облигаций?
4. Что такое рейтингование и зачем оно нужно?
5. Каковы расходы эмитента, связанные с выпуском облигационного займа?
6. Каковы основные этапы подготовки к выпуску облигационного займа?
7. Что такое кредитные ноты? Что представляет собой схема выпуска кредитных нот?

## ТЕМА 7. ИНСТРУМЕНТЫ ПУБЛИЧНОГО АКЦИОНЕРНОГО (ДОЛЕВОГО) ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Инициатор инвестиционного проекта при помощи банков может также стать активным участником рынка долевого финансирования.

Основными преимуществами привлечения акционерного капитала с точки зрения роста конкурентоспособности являются следующие:

- ✓ Получение финансовой гибкости, необходимой для дальнейшего роста и развития.

- ✓ Улучшение структуры баланса.

- ✓ Привлекательный способ входа/выхода из бизнеса для владельцев и инвесторов.

- ✓ Получение возможности использования дополнительного инструмента в мотивационных программах для менеджмента.

- ✓ В ряде случаев благоприятная рыночная конъюнктура позволяет привлечь финансовые ресурсы на выгодных условиях.

Выделяют три основных этапа работы на рынке долевого финансирования:

1) Частное размещение – продажа акций небольшому кругу инвесторов.

Данный этап характеризуется следующими особенностями:

- ✓ Необходимость обсуждения ценовых скидок за риск и ограничительных обязательств в интересах инвесторов.

- ✓ Обеспечение доступности других источников капитала и возможности собственников компании выйти из бизнеса.

- ✓ Согласование интересов разных групп акционеров.

Преимущества частного размещения акций следующие:

- ✓ Упрощенная процедура привлечения капитала с оптимальными параметрами по раскрытию информации.

- ✓ Возможность получить управленческие знания и финансовую поддержку опытных партнеров.

- ✓ Долгосрочные отношения с инвесторами, менее чувствительными к рыночным колебаниям.

2) Первичное размещение акций (IPO) – публичное размещение акций на бирже широкому кругу инвесторов.

Данный этап характеризуется следующими особенностями:

- ✓ Трудоемкий процесс подготовки и обеспечения соответствия всем нормативным требованиям.

- ✓ Детальное раскрытие информации может угрожать конкурентным преимуществам компании.

- ✓ Компания и перспективы ее развития становятся зависимыми от ситуации на фондовом рынке.

Вместе с тем IPO имеет и свои преимущества:

- ✓ Доступ к финансовым ресурсам в России и за рубежом (Лондон, Нью-Йорк, Гонконг).

✓ Улучшение имиджа, повышение узнаваемости компании среди инвесторов и партнеров.

✓ Эффективный способ выхода из бизнеса для владельцев и финансовых инвесторов.

3) Вторичное размещение – публичное размещение акций компании, чьи акции уже обращаются на бирже.

Данный этап характеризуется следующими особенностями:

✓ Необходимость согласования интересов различных заинтересованных лиц в процессе размещения и определения цены.

✓ Предотвращение размывания долей существующих акционеров.

✓ Необходимость наличия готовых запасных вариантов на случай неблагоприятной конъюнктуры рынка.

Преимущества вторичного размещения акций следующие:

✓ Использование опыта предыдущего размещения.

✓ Капитал будет дешевле для компании, уже известной на фондовом рынке.

✓ Привлечение средств можно прогнозировать в рамках стратегических планов (рефинансирование, приобретение программ поощрения).

На каждом из указанных этапов работы на рынках долевого финансирования банк выполняет следующие функции:

1) Лид-менеджер (разработка структуры и параметров сделки, подготовка регистрационных документов и информационных материалов).

2) Андеррайтер (определение потенциального круга инвесторов и ожидаемого спроса, продажа акций на бирже в качестве агента).

3) Платёжный агент (выплата дивидендов и проведение расчётов по сделкам с ценными бумагами, расчет и выплата налогов).

4) Другие функции (кредитование на срок до размещения акций (бридж-кредит), поддержка вторичного рынка).

Реализация проекта от принятия решения о размещении акций до получения денежных средств в среднем занимает 4–5 месяцев (см. рис. 34).

Таким образом, инструменты долевого финансирования позволяют привлекать значительные объёмы средств, при этом стоимость такого источника финансирования значительно ниже долговых инструментов. Эта особенность связана с тем, что доленое финансирование предполагает наличие для предприятия только непроцентных расходов, связанных с организацией размещения акций, при отсутствии процентных расходов по обслуживанию привлеченных средств. Следовательно, при управлении финансовой конкурентоспособностью необходимо чётко понимать, какая доля участия в акционерном капитале является критичной для сегодняшних собственников, а с какой долей они готовы расстаться и в какой момент в обмен на получение дополнительных ресурсов.

Недели	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
События																				
Подготовка и публикация аудированной отчетности																				
Due diligence компании, ведение переговоров																				
Оценка компании																				
Подготовка информационного меморандума и регистрационных документов																				
Подготовка аналитических обзоров																				
Маркетинг выпуска акций, согласование цены размещения																				
Road-show, формирование книги заявок																				
Размещение акций и закрытие сделки																				
Завершение процедур и маркетинг																				

Рис. 34. Хронология мероприятий при организации эмиссии акций

*Вопросы для самоконтроля*

1. Каковы основные преимущества привлечения акционерного капитала для организации?
2. Каковы основные этапы работ на рынке долевого финансирования и каково содержание каждого из них?
3. Что такое *Due diligence*?
4. Перечислите в хронологической последовательности основные мероприятия при организации эмиссии акций.
5. В чем отличия долевого финансирования от долгового?

## ТЕМА 8. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Управление долгосрочными вложениями в материальные объекты осуществляется в проектной форме. Инвестиционными считаются проекты, требующие привлечения инвестиций. Однако практически любой серьезный проект по данному критерию можно отнести к разряду инвестиционных.

В соответствии с Федеральным законом «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», инвестиционный проект – это обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектная документация, разработанная в соответствии с законодательством РФ и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план).

В отечественной экономической литературе под проектом понимается система сформулированных в его рамках целей, создаваемых или модернизируемых для их реализации физических объектов, технологических процессов, технической и организационной документации для них, материальных, финансовых, трудовых и иных ресурсов, а также управленческих решений и мероприятий по их выполнению. Данное определение учитывает особенности всех видов деятельности и ресурсов, необходимых для разработки и реализации проекта. Оно предполагает, что подобный проект является инвестиционным.

Учитывая приведенные определения, можно выделить следующие основополагающие признаки инвестиционного проекта:

✓ Системность проекта, наличие комплекса взаимосвязанных мероприятий – его разработка и реализация коррелирует с процессом последовательного временного осуществления ряда мероприятий, математической моделью которого может служить сетевая модель (график).

✓ Временной интервал проекта; разработчик проекта должен обосновать и задать временной интервал рассмотрения проекта, прогнозный период или длительность его жизненного цикла. Подходы к определению длительности этого интервала могут учитывать комбинацию таких факторов, как срок службы наиболее дорогостоящего проектного оборудования, предполагаемый срок жизни проектного продукта (услуги) на рынке, планируемое время нахождения в данном бизнесе, срок возврата кредита и т.д.

✓ Бюджет проекта. В бюджет проекта включаются затраты и доходы с указанием запланированного времени их осуществления.

В современных успешно работающих компаниях практически каждый законченный комплекс действий, требующий для его осуществления привлечения ресурсов различного вида, включая финансовые ресурсы, затраты времени, оборудования, новые технологии и квалифицированные кадры, осуществляется в виде проекта. Понятие инвестиционного проекта сегодня значительно расширено. По существу вся деятельность современной компании – это сеть множе-

ства инвестиционных проектов, непрерывно планируемых, финансируемых, оцениваемых и обновляемых.

Основными видами инвестиционных проектов в международной практике сегодня являются следующие:

- ✓ строительство «под ключ» имущественного комплекса отдельного предприятия с проведением всех коммуникационных и иных работ, в том числе прокладывание подъездных путей;

- ✓ строительство газовых и турбинных установок, нефтяных и газовых трубопроводов, бурение вышек и иные способы освоения минеральных месторождений;

- ✓ строительство трасс, железнодорожных и иных путей, тоннелей и иных коммуникационных сооружений;

- ✓ строительство космических и иных группировок, аэропортов, прочих авиаобъектов;

- ✓ приобретение и монтаж технологического оборудования, как представляющего единый технологический цикл, так и в виде части этого цикла, без которого невозможен процесс производства продукции;

- ✓ приобретение (в том числе по лизингу) автомобильной, авиационной, транспортной и иной техники, используемой с целью расширения текущей деятельности и модернизации действующих фондов.

В основу формирования денежных потоков инвестиционного проекта положены следующие принципы, применимые к любым типам проектов независимо от их технических, технологических, финансовых, отраслевых или региональных особенностей:

- ✓ рассмотрение проекта на протяжении всего его жизненного цикла (расчетного периода) – от проведения прединвестиционных исследований до прекращения проекта;

- ✓ моделирование денежных потоков, включающих все связанные с осуществлением проекта денежные поступления и расходы за расчетный период с учетом возможности использования различных валют;

- ✓ сопоставимость условий сравнения различных проектов (вариантов проекта).

Денежные потоки проекта формируют в разрезе трех видов деятельности – операционной, инвестиционной и финансовой по отдельным временным шагам проекта (размер которых принимают разработчики проекта).

Оценка затрат и результатов реализации инвестиционного проекта осуществляется за расчетный период, продолжительность которого (горизонт расчета) принимается с учетом:

- ✓ продолжительности создания, эксплуатации и ликвидации объекта;

- ✓ нормативного срока службы технологического оборудования;

- ✓ срока функционирования бизнеса.

Горизонт расчета измеряется количеством шагов расчета. Шагом расчета может быть месяц, квартал, год.

В результате формирования денежных потоков проекта появляется возможность определить суммарный чистый денежный поток (ЧДП) – итоговую



сумму денежных потоков от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Другими словами, это разница между суммой всех поступлений денежных средств и суммой всех платежей за один и тот же период. Этот итоговый поток, накапливаемый от проекта, характеризует финансовую реализуемость проекта, для этого он должен быть положительным на каждом временном шаге проекта.

Финансовая реализуемость, т.е. положительное значение накопленного чистого дисконтированного потока, свидетельствует о способности проекта к самофинансированию. При этом проект, признанный безубыточным, может оказаться нереализуемым в финансовом отношении, поскольку в этой оценке будут учтены денежные потоки по всем видам деятельности и, например, итоговый операционный поток не сможет перекрыть расход денежных средств по финансовой деятельности. Если возникли проблемы финансовой обеспеченности, необходимо принимать решение по дополнительному привлечению средств в проект, т.е. увеличивать суммы инвестиционного капитала на проблемных шагах проекта, что следует учесть при корректировке как объемов финансирования, так и денежных потоков в виде выплаты процентов и дивидендов.

Чистые денежные потоки являются основой для расчета экономической эффективности проекта.

В основе **оценки эффективности инвестиционных проектов** лежат следующие положения:

- ✓ принцип положительности и максимума эффекта. Для того чтобы инвестиционный проект, с точки зрения инвестора, был признан эффективным, необходимо, чтобы эффект реализации порождающего его проекта был положительным; при сравнении альтернативных проектов предпочтение должно отдаваться проекту с наибольшим значением эффекта;

- ✓ учет фактора времени. При оценке эффективности проекта должны учитываться различные аспекты фактора времени, в том числе динамичность (изменение во времени) параметров проекта и его экономического окружения; разрывы во времени между производством продукции или поступлением ресурсов и их оплатой;

- ✓ учет только предстоящих затрат и поступлений. При расчетах показателей эффективности должны учитываться только предстоящие в ходе осуществления проекта затраты и поступления, включая затраты, связанные с привлечением ранее созданных производственных фондов, а также предстоящие потери, непосредственно вызванные осуществлением проекта (например, от прекращения действующего производства в связи с организацией на его месте нового). Ранее созданные ресурсы, используемые в проекте, оцениваются не затратами на их создание, а альтернативной стоимостью (ценой капитала), отражающей максимальное значение упущенной выгоды, связанной с их наилучшим возможным альтернативным использованием; уже осуществленные затраты, не обеспечивающие возможности получения альтернативных (т. е. получаемых вне данного проекта) доходов в перспективе (невозвратные затраты), в денеж-

ных потоках не учитываются и на значение показателей эффективности не влияют;

- ✓ сравнение «с проектом» и «без проекта». Оценка эффективности инвестиционного проекта должна производиться сопоставлением не ситуаций «до проекта» и «после проекта», а ситуаций «без проекта» и «с проектом»;

- ✓ учет всех наиболее существенных последствий проекта. При определении эффективности проекта должны учитываться все последствия его реализации, как непосредственно экономические, так и внеэкономические. В тех случаях, когда их влияние на эффективность допускает количественную оценку, ее следует произвести. В других случаях учет этого влияния должен осуществляться экспертно;

- ✓ учет наличия разных участников проекта, несовпадения их интересов и различных оценок стоимости капитала, выражающихся в индивидуальных значениях нормы дисконта;

- ✓ многоэтапность оценки. На различных стадиях разработки и осуществления проекта (обоснование инвестиций, технико-экономическое обоснование, выбор схемы финансирования, экономический мониторинг) его эффективность определяется заново, с различной глубиной проработки;

- ✓ учет влияния инфляции (учет изменения цен на различные виды продукции и ресурсов в период реализации проекта) и возможности использования при реализации проекта нескольких валют;

- ✓ учет (в количественной форме) влияния неопределенностей и рисков, сопровождающих реализацию проекта.

Согласно «Методическим рекомендациям по определению эффективности инвестиционных проектов» эффективность инвестиционного проекта – это категория, отражающая соответствие проекта целям и интересам его участников.

Показатели коммерческой эффективности проекта учитывают финансовые последствия его осуществления для участника, реализующего инвестиционный проект, в предположении, что он производит все необходимые для реализации проекта затраты и использует все его результаты.

На основе информации о денежных потоках появляется возможность выполнить оценку экономической целесообразности проекта, т.е. его эффективность. С этой целью рассматривают только операционные и инвестиционные потоки, поскольку финансовые отношения находят отражение при использовании в качестве ставки доходности цены капитала и в самом алгоритме вычисления показателей доходности.

От точности расчетов экономического эффекта от принимаемых инвестиционных проектов во многом зависит будущий успех компании. Если допущены неточности в прогнозе денежных потоков, то любой метод оценки эффективности инвестиционного проекта даст неверный результат, из-за чего эффективный проект может быть отвергнут как убыточный, а экономически невыгодный принят за сверхприбыльный.

Показатели эффективности инвестиций можно классифицировать по следующим признакам:

1. По виду обобщающего показателя, выступающего в качестве критерия экономической эффективности инвестиций:

а) абсолютные, в которых обобщающие показатели определяются как разность между стоимостными оценками результатов и затрат, связанных с реализацией проекта;

б) относительные, в которых обобщающие показатели определяются как отношение стоимостных оценок результатов проекта к совокупным затратам на их получение;

с) временные, которыми оценивается период окупаемости инвестиционных затрат.

2. По методу сопоставления разновременных денежных затрат и результатов:

а) статические, в которых денежные потоки, возникающие в разные моменты времени, оцениваются как равноценные. Статические методы называют еще методами, основанными на учетных оценках;

б) динамические, в которых денежные потоки, вызванные реализацией проекта, приводят к эквивалентной основе посредством их дисконтирования, обеспечивая сопоставимость разновременных денежных потоков. Динамические методы называют еще методами, основанными на дисконтированных оценках.

Поскольку инвестиционные проекты преимущественно имеют долгосрочный характер, в оценке их эффективности должен учитываться фактор времени, поэтому подробнее далее будут рассматриваться только динамические показатели. Они предполагают соизмерение разновременных денежных потоков, что осуществляется путем приведения (дисконтирования) их к начальному времени внедрения проекта. Для этой цели используют ставку доходности, равную приемлемой для инвестора норме дохода на капитал, в качестве которой часто принимают средневзвешенную цену капитала (*WACC*). Технически приведение к начальному (базисному) моменту времени чистых денежных потоков, имеющих место на *n*-м шаге расчета (*P<sub>n</sub>*), проводят путем их дисконтирования по формуле

$$P_0 = \sum \frac{P_n}{(1+r)^n} = \sum \frac{P_n}{(1+WACC)^n} .$$

### **Чистая текущая стоимость**

В современных работах используются следующие термины для названия этого показателя: чистая текущая стоимость (*Net Present Value, NPV*), чистый приведенный доход, чистая дисконтированная стоимость.

Величина чистого дисконтированного дохода рассчитывается как разность дисконтированных денежных потоков доходов и расходов, производимых в процессе реализации инвестиции за прогнозный период. Суть критерия состоит в сравнении текущей стоимости будущих денежных поступлений от реализа-

ции проекта с инвестиционными расходами, необходимыми для его реализации.

Применение метода предусматривает последовательное прохождение следующих стадий:

- расчет денежного потока инвестиционного проекта;
- выбор ставки дисконтирования, учитывающей доходность альтернативных вложений и риск проекта;
- определение чистого дисконтированного дохода.

NPV с постоянной нормой дисконта и разовыми первоначальными инвестициями определяют по следующей формуле:

$$NPV = \sum_{n=1}^N \frac{Pn}{(1+r)^n} - I_0,$$

где  $I_0$  – сумма первоначальных инвестиций;

$Pn$  – чистый денежный поток от реализации инвестиций в момент времени  $n$ ;

$n$  – шаг расчета;

$r$  – ставка дисконтирования.

При прогнозировании доходов по годам необходимо, по возможности, учитывать все виды поступлений как операционного, так и инвестиционного характера, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Так, если по окончании периода реализации проекта планируется поступление средств в виде ликвидационной стоимости оборудования или высвобождения части оборотных средств, они должны быть учтены как доходы соответствующих периодов.

Если проект предполагает не разовую инвестицию, а последовательное инвестирование финансовых ресурсов в течение ряда лет, то может быть использована та же формула, но в формировании чистых денежных потоков на определенном временном шаге должны быть учтены не только операционные, но и инвестиционные потоки.

Условия принятия инвестиционного решения на основе данного критерия сводятся к следующему:

- если  $NPV > 0$ , то проект следует принять;
- если  $NPV < 0$ , то проект принимать не следует;
- если  $NPV = 0$ , то принятие проекта не принесет дохода сверх ожидаемого инвестором.

В основе данного метода заложено следование основной целевой установке, определяемой инвестором, – повышение ценности фирмы. Следование данной целевой установке является одним из условий сравнительной оценки инвестиций на основе данного критерия.

Отрицательное значение чистой текущей стоимости свидетельствует о нецелесообразности принятия решений о финансировании и реализации проекта, поскольку если  $NPV < 0$ , то в случае принятия проекта ценность компании уменьшится, т.е. владельцы компании понесут убыток и основная целевая установка не выполнится.

Положительное значение чистой текущей стоимости свидетельствует о целесообразности принятия решений о финансировании и реализации проекта, а при сравнении вариантов вложений предпочтительным считается вариант с наибольшей величиной NPV, поскольку если  $NPV > 0$ , то в случае принятия проекта ценность компании, а следовательно, и благосостояние ее владельцев увеличатся.

Если  $NPV = 0$ , то проект следует принять при условии, что его реализация усилит поток доходов от ранее осуществленных проектов вложения капитала. Например, расширение земельного участка для автостоянки у гостиницы усилит поток доходов от недвижимости.

При помощи NPV-метода можно не только определить коммерческую эффективность проекта, но и рассчитать ряд дополнительных показателей. Столь обширная область применения и относительная простота расчетов обеспечили NPV-методу широкое распространение, и в настоящее время он является одним из стандартных методов расчета эффективности инвестиций, рекомендованных к применению ООН и Всемирным банком.

Реализация данного метода предполагает ряд допущений, которые необходимо проверять на степень их соответствия действительности и на то, к каким результатам ведут возможные отклонения.

К таким допущениям можно отнести:

- существование только одной целевой функции – стоимости капитала;
- заданный срок реализации проекта;
- надежность данных;
- принадлежность платежей определенным моментам времени;
- существование совершенного рынка капитала.

При принятии решений в инвестиционной сфере часто приходится иметь дело не с одной целью, а с несколькими целевыми установками. В случае использования метода определения стоимости капитала эти цели следует учитывать при нахождении решения вне расчета стоимости капитала. При этом могут быть также проанализированы методы принятия многоцелевых решений.

Срок эксплуатации необходимо установить при анализе эффективности до начала применения метода чистого дисконтированного дохода. С этой целью могут быть проанализированы методы определения оптимального срока эксплуатации, если только он не установлен заранее по причинам технического или правового характера. В действительности при принятии инвестиционных решений не существует надежных данных. Поэтому наряду с предлагаемым методом расчета величин стоимости капитала на основе спрогнозированных данных необходимо провести анализ степени неопределенности, по крайней мере, для наиболее важных объектов инвестирования. Этой цели служат методы инвестирования в условиях неопределенности.

При формировании показателя NPV исходят из того, что все платежи могут быть отнесены к определенному времени. Временной промежуток между платежами обычно равен одному году. В действительности платежи могут производиться и с меньшими интервалами. В этом случае следует обратить внимание на соответствие шага расчетного периода (шага расчета) условию предо-

ставления кредита. Для корректного применения данного метода необходимо, чтобы шаг расчета был равен или кратен сроку начисления процентов за кредит.

Проблематично также допущение о совершенном рынке капитала, на котором финансовые средства могут быть в любой момент и в неограниченном количестве привлечены или вложены по единой расчетной процентной ставке. В реальности такого рынка не существует и процентные ставки при инвестировании и заимствовании финансовых средств, как правило, отличаются друг от друга. Вследствие этого возникает проблема определения подходящей процентной ставки. Это особенно важно, т. к. она оказывает значительное влияние на величину стоимости капитала.

При расчете NPV могут использоваться различные по годам ставки дисконтирования. В данном случае необходимо к каждому денежному потоку применять индивидуальные коэффициенты дисконтирования, которые будут соответствовать данному шагу расчета. Кроме того, возможна ситуация, что проект, приемлемый при постоянной дисконтной ставке, может стать неприемлемым при переменной.

Показатель чистого дисконтированного дохода учитывает стоимость денег во времени, имеет четкие критерии принятия решения и позволяет выбирать проекты для целей максимизации стоимости компании. Кроме того, данный показатель является абсолютным и обладает свойством аддитивности, что позволяет складывать значения показателя по различным проектам и использовать суммарный показатель по проектам в целях оптимизации инвестиционного портфеля.

При всех своих достоинствах метод имеет и недостатки, связанные с трудностью и неоднозначностью прогнозирования и формирования денежного потока от инвестиций, а также с проблемой выбора ставки дисконта и опасностью недооценки риска проекта.

### **Индекс рентабельности инвестиций**

Индекс рентабельности (*Profitability Index, PI*) рассчитывается как отношение чистой текущей стоимости денежного притока к чистой текущей стоимости денежного оттока (включая первоначальные инвестиции):

$$PI = \sum_{n=1}^N \frac{P_n}{(1+r)^n} / I_0 .$$

Индекс рентабельности – относительный показатель эффективности инвестиционного проекта. Он характеризует уровень доходов на единицу затрат, т. е. эффективность вложений: чем больше значение этого показателя, тем выше отдача денежной единицы, инвестированной в данный проект. Данному показателю следует отдавать предпочтение при комплектовании портфеля инвестиций ограниченной величины с целью максимизации суммарного значения NPV.

Условия принятия проекта по данному инвестиционному критерию следующие:

- если  $PI > 1$ , то проект следует принять;
- если  $PI < 1$ , то проект следует отвергнуть;

- если  $PI=1$ , проект ни прибыльный, ни убыточный.

Несложно заметить, что при оценке проектов, предусматривающих одинаковый объем первоначальных инвестиций, критерий  $PI$  полностью согласован с критерием  $NPV$ . Таким образом, критерий  $PI$  имеет преимущество при выборе одного проекта из ряда имеющих примерно одинаковые значения  $NPV$ , но разные объемы требуемых инвестиций. В данном случае выгоднее тот из них, который обеспечивает большую эффективность вложений. В связи с этим данный показатель позволяет ранжировать проекты при ограниченных инвестиционных ресурсах. К недостаткам метода можно отнести его неоднозначность при дисконтировании отдельно денежных притоков и оттоков.

### **Внутренняя норма доходности**

Под внутренней нормой доходности (*Internal Rate of Return, IRR*) понимают доходность самой инвестиции, определяемую при условии, что все денежные расходы по проекту равны всем денежным доходам. Иначе говоря,  $IRR = r$ , при котором  $NPV = 0$ .

При этом условии получаемое значение доходности свидетельствует о реальной доходности этой инвестиции.

$$\sum_{n=1}^N \frac{P_n}{(1 + IRR)^n} = I_0.$$

Для вычисления  $IRR$  без необходимых технических средств принимают (с определенной погрешностью), что зависимость  $NPV$  от доходности носит линейный характер (имеет графическое изображение в виде прямой линии). В связи с этим выполняют расчет чистой текущей стоимости при двух произвольно выбранных значениях доходности (находят координаты двух произвольно выбранных точек на этой прямой) и используют формулу

$$IRR = r_1 + [ NPV_1(r_2 - r_1) / (NPV_1 - NPV_2)].$$

Экономический смысл этого показателя заключается в следующем.  $IRR$  показывает ту норму доходности инвестиций, при которой для инвестора не имеет значения, инвестировать средства в проект или нет. Согласно теории финансов проект следует принимать только в том случае, если его  $IRR$  выше требуемой инвестором доходности, т.е. процентной ставки по капиталу.

Значение  $IRR$  показывает верхнюю границу допустимого уровня процентной ставки по капиталу, превышение которой делает проект убыточным. На практике любое предприятие финансирует свою деятельность из различных источников. Таким образом, сравнивать показатель  $IRR$ , рассчитанный для конкретного проекта, следует со средневзвешенной ценой капитала. При этом связь между ними такова:

- если  $IRR > WACC$ , то проект следует принять;
- если  $IRR < WACC$ , проект следует отвергнуть;
- если  $IRR = WACC$ , то проект ни прибыльный, ни убыточный.

К достоинствам этого критерия можно отнести объективность, независимость от абсолютного размера инвестиций, информативность. Кроме того, он

легко может быть приспособлен для сравнения проектов с различными уровнями риска: проекты с большим уровнем риска должны иметь большую внутреннюю норму доходности.

Однако у него есть и недостатки:

- сложность «бескомпьютерных» расчетов;
- большая зависимость от точности оценки будущих денежных потоков;
- невозможность использования при наличии нескольких корней уравнения.

Преимуществом метода внутренней нормы рентабельности по отношению к методу чистого дисконтированного дохода является возможность его интерпретирования. Он характеризует начисление процентов на затраченный капитал (рентабельность затраченного капитала). Кроме этого, внутреннюю процентную ставку можно рассматривать в качестве критической процентной ставки для определения абсолютной выгоды инвестиционной альтернативы, если применяется метод чистой текущей стоимости и не действует допущение о «надежных данных».

Таким образом, оценка инвестиций с помощью данного метода основана на определении максимальной величины ставки дисконтирования, при которой проекты останутся безубыточными.

Критерии *NPV*, *IRR* и *PI*, наиболее часто применяемые в инвестиционном анализе, являются фактически разными версиями одной и той же концепции, и поэтому их результаты связаны друг с другом. Таким образом, можно ожидать выполнения следующих математических соотношений для одного проекта:

- если  $NPV > 0$ , то  $IRR > WACC$ ,  $PI > 1$ ;
- если  $NPV < 0$ , то  $IRR < WACC$ ,  $PI < 1$ ;
- если  $NPV = 0$ , то  $IRR = WACC$ ,  $PI = 1$ .

Существуют методики, которые корректируют метод *IRR* для применения в той или иной нестандартной ситуации. К одной из таких методик можно отнести метод модифицированной внутренней нормы рентабельности (*MIRR*).

### **Модифицированная внутренняя норма рентабельности**

С практической точки зрения самый существенный недостаток *IRR* (внутренней нормы доходности) – это допущение, что сложные проценты рассчитываются при одной и той же процентной ставке. Для проектов, обеспечивающих нормы прибыли, близкие к барьерной ставке, проблем с реинвестициями не возникает, т.к. вполне разумно предположить, что существует много вариантов инвестиций, приносящих прибыль, норма которой близка к стоимости капитала. Однако для инвестиций, которые обеспечивают очень высокую или очень низкую норму прибыли, предложение о необходимости реинвестировать новые денежные поступления может исказить подлинную отдачу от проекта. Понятие скорректированной с учетом нормы реинвестиции внутренней нормы доходности (*Modified Internal Rate of Return, MIRR*) и было предложено для того, чтобы противостоять указанному искажению, свойственному традиционному *IRR*.

Несмотря на свое громоздкое название, скорректированная с учетом нормы реинвестиции внутренняя норма доходности, или *MIRR*, гораздо легче рас-



считывается вручную, чем *IRR*. И это происходит именно вследствие сделанного предположения о реинвестиции.

Порядок расчета модифицированной внутренней нормы доходности *MIRR*:

- Рассчитывают суммарную дисконтированную стоимость всех денежных оттоков и суммарную наращенную стоимость всех притоков денежных средств. Дисконтирование осуществляют по цене источника финансирования проекта (*WACC*), т.е. по барьерной ставке. Нарращение осуществляют по процентной ставке, равной уровню реинвестиций. Нарращенную стоимость притоков называют чистой терминальной стоимостью (*Net Terminal Value, NTV*).

- Устанавливают коэффициент дисконтирования, учитывающий суммарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость притоков. Ставку дисконта, которая уравнивает настоящую стоимость инвестиций (*PV*) с их терминальной стоимостью, называют *MIRR*.

Критерий *MIRR* всегда имеет единственное значение и может применяться вместо показателя *IRR* для оценки проектов с неординарными денежными потоками. Использование *MIRR* вместо *IRR* всегда приглушает эффект от инвестиций. Не слишком выгодные инвестиции, для которых нормы прибыли ниже барьерной ставки или нормы реинвестиции, будут всегда лучше выглядеть при использовании *MIRR*, чем *IRR*, т.к. в первом случае денежные потоки будут приносить более высокие доходы, чем во втором. С другой стороны, особо выгодные инвестиции (как показано ранее), для которых норма прибыли выше барьерной ставки, по той же причине будут иметь более низкий *MIRR*.

Методика *MIRR* не имеет проблемы с множественностью определения нормы доходности, как у метода *IRR*. Проект приемлем для инициатора, если *MIRR* больше барьерной ставки (цены источника финансирования).

### **Дисконтированный срок окупаемости**

Дисконтированный срок окупаемости инвестиции (*Discounted Payback Period, DPP*) устраняет недостаток статического метода срока окупаемости инвестиций и учитывает стоимость денег во времени. Он показывает, через какой период затраты на проект будут покрыты приведенными доходами, а также свидетельствует, на какой минимальный срок должен быть привлечен капитал в данный проект.

Расчет срока окупаемости проводят путем последовательного сопоставления суммы инвестиции с суммой приведенного дохода по отдельным периодам реализации инвестиции.

Очевидно, что в случае дисконтирования срок окупаемости увеличивается, т.е. всегда  $DPP > PP$ . Простейшие расчеты показывают, что такой прием в условиях низкой ставки дисконтирования, характерной для стабильной западной экономики, улучшает результат на неощутимую величину, но для значительно большей ставки дисконтирования, характерной для российской экономики, это дает значительное изменение расчетной величины срока окупаемости. Иными словами, проект, приемлемый по критерию *PP*, может оказаться неприемлемым по критерию *DPP*. При использовании критериев *PP* и *DPP* в оценке инвестиционных проектов решения можно принимать, исходя из следующих условий:

- проект принимается, если окупаемость имеет место;
- проект принимается только в том случае, если срок окупаемости не превышает установленного для конкретной компании предельного срока.

В общем случае определение периода окупаемости носит вспомогательный характер относительно чистой текущей стоимости проекта или внутренней нормы доходности. Кроме того, недостаток такого показателя, как срок окупаемости, заключается в том, что он не учитывает последующих притоков денежных средств, а потому может служить неверным критерием привлекательности проекта.

Еще один существенный недостаток критерия «срок окупаемости» – в том, что в отличие от показателя *NPV* он не обладает свойством аддитивности. В связи с этим при рассмотрении комбинации проектов с данным показателем необходимо обращаться осторожно, учитывая это его свойство.

Критерий «срок окупаемости» безразличен к величине первоначальных инвестиций и не учитывает абсолютного объема вложений. Таким образом, данный показатель может быть использован только для анализа инвестиций со сравнимым объемом первоначальных вложений. В некоторых случаях применение критерия «срок окупаемости» может иметь решающее значение для целей принятия решений по инвестированию. В частности, так может случиться, если инвестиции сопряжены с высоким риском, и тогда чем короче срок окупаемости, тем проект предпочтительнее.

Кроме того, руководство компании может иметь некий лимит по срокам окупаемости и связано это прежде всего с проблемой ликвидности, поскольку главная задача компании – чтобы инвестиции окупились как можно скорее. Таким образом, критерии *PP* и *DPP* позволяют судить о ликвидности и рискованности проекта следующим образом: чем короче срок окупаемости, тем менее рискован проект; более ликвиден тот проект, у которого меньше срок окупаемости. Данные критерии целесообразно применять, когда компания заинтересована в увеличении ликвидности, а также в отраслях, инвестиции в которые связаны с высоким уровнем риска (например, в отраслях с быстрой сменой технологий: компьютерные системы, мобильная связь и т. д.).

Метод нашел применение и для расчета вариантов финансирования инвестиционных проектов. Критерии *PP* и *DPP* целесообразно рассчитывать по проектам, финансируемым за счет долгосрочных обязательств. Срок окупаемости проекта в данном случае должен быть меньше периода пользования заемными средствами.

В целом, можно сделать вывод, что ни один из перечисленных показателей сам по себе не является достаточным для решения вопроса о реализации или отклонении инвестиции. Решение об инвестировании должно приниматься с учетом значений всех перечисленных критериев и интересов всех участников инвестиционного процесса.

Важную роль в этом решении должны играть структура и распределение во времени капитала, привлекаемого для осуществления инвестиции, а также другие факторы, некоторые из которых поддаются только содержательному, а не математическому учету.

*Вопросы для самоконтроля*

1. Перечислить особенности построения модели денежных потоков для инвестиционного проекта.
2. Как определяется финансовая реализуемость проекта?
3. Каковы основные принципы оценки эффективности инвестиционных проектов?
4. Дать классификацию показателей эффективности инвестиций?
5. Как рассчитывается средневзвешенная цена капитала?
6. Что такое чистая текущая стоимость? Как её рассчитать?
7. Что такое индекс рентабельности инвестиций? Как его рассчитать?
8. Что такое внутренняя норма доходности? Как её рассчитать?
9. Что такое дисконтированный срок окупаемости? Как его рассчитать?

## ТЕМА 9. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛИМАТ

В международной практике обычно под инвестиционной привлекательностью объекта (территории, региона, организации) понимается лишь совокупность некоммерческих рисков «вхождения» инвестора в данный регион (некоммерческие риски непосредственно связаны с прямыми или косвенными действиями принимающего государства, которые причиняют ущерб иностранным инвесторам, осуществившим капиталовложения в экономику страны-реципиента).

Рассматривая понятие шире, так как наличия одних некоммерческих рисков недостаточно для объективной оценки, можно использовать следующее определение: инвестиционная привлекательность региона – это совокупность объективных экономических, социальных и природных признаков, средств, возможностей и ограничений, определяющих приток капитала в регион и оцениваемых инвестиционной активностью.

Таким образом, второе определение актуально дополняет первое: инвестиционный потенциал и инвестиционный риск отражают инвестиционную привлекательность региона (вероятность достижения инвестором цели определяется понятием «риск», а полнота – понятием «потенциал»), инвестиционная привлекательность региона обуславливает инвестиционную активность, а инвестиционный климат, в свою очередь, определяется инвестиционной активностью и инвестиционной привлекательностью.

Кроме того, инвестиционная привлекательность – это скорее субъективное понятие, так как она в значительной степени зависит от типа инвестора и его целей, а инвестиционный климат – скорее, объективное, поскольку отражает тенденции, влияющие на всех участников инвестиционного процесса.

Различают следующие виды инвестиционного климата:

- ✓ инвестиционный климат в масштабах группы стран (транснациональный);
- ✓ инвестиционный климат отдельного государства (национальный);
- ✓ инвестиционный климат региона (в рамках отдельного региона: штата, субъекта или другой внутригосударственной территориальной единицы);
- ✓ инвестиционный климат муниципального образования;
- ✓ инвестиционный климат отрасли.

Таким образом, укрупненно можно выделить:

- ✓ инвестиционный климат территории;
- ✓ инвестиционный климат отрасли.

Наряду с понятиями «инвестиционная привлекательность», «инвестиционный климат» используются также «инвестиционная репутация» и «имидж региона».

Инвестиционный имидж (ИИ) – понятие, сравнительно недавно появившееся в инвестиционном секторе российской экономики, являющееся частью инвестиционного маркетинга, влияющее на развитие территории и оказывающее непосредственное воздействие на инвестиционную привлекательность и инве-

стиционный климат региона. Между понятиями «инвестиционный климат» и «инвестиционный имидж» существуют взаимосвязь и взаимозависимость.

Понятие «инвестиционный имидж» используется применительно к объектам разного уровня: страна – регион – сектор (или отрасль промышленности) – отдельные предприятия, организации, компании. При формировании имиджа объекта более высокого уровня существует зависимость и влияние такового более низкого уровня (например, на имидже страны отражается имидж регионов и т.д.). Инвестиционный имидж территории (стран, регионов) во многом зависит и от общей экономической политики государства. Инвестиционный имидж секторов, отраслей, компаний сопряжен с проводимой промышленной политикой, выбранными приоритетными направлениями, методами и инструментарием, которые отражаются в отраслевых стратегиях, программах социально-экономического развития регионов, долгосрочных концепциях, стратегиях, основных направлениях деятельности правительства, государственных программах и других программных документах.

Существует ряд методик оценки инвестиционной привлекательности, каждая из которых в разной степени дает представление о благоприятности условий для инвестиционной деятельности и диагностирует наличие ряда факторов, способствующих или препятствующих данному процессу.

К числу наиболее доступных и распространенных форм сопоставления результатов оценки инвестиционной привлекательности можно отнести рейтинги, поскольку, будучи компактными и простыми в построении, данные инструменты сравнительного анализа являются достаточно понятными и информативными.

Объекты анализа ранжируются по различным критериям с целью сопоставления в единой системе представлений итоговых результатов и систематизации соотношений объектов по выбранным направлениям исследований.

Одной из наиболее комплексных методик оценки и адекватно отражающей ситуацию в российской экономике относительно инвестиционной привлекательности регионов, является интегральная оценка рейтингового агентства «Эксперт РА», согласно которой инвестиционная привлекательность регионов может быть определена по состоянию и динамике двух комплексных показателей, интегрирующих в себе все вышеперечисленные институциональные факторы и условия инвестиционного потенциала и инвестиционного риска.

Инвестиционный потенциал – количественная характеристика, учитывающая насыщенность территории региона факторами производства (природными ресурсами, рабочей силой, основными фондами, инфраструктурой и т.п.), потребительский спрос населения и другие показатели, влияющие на потенциальные объемы инвестирования в регион.

Понятие инвестиционной привлекательности относительно отдельных хозяйствующих субъектов (компаний, корпораций и т.д.) можно определить как способность вызывать интерес инвестора с целью удовлетворения экономических, социальных, политических, имиджевых и иных потребностей компании.

Повышение инвестиционной привлекательности корпорации – это трудоемкий и долгий процесс, состоящий из следующих этапов:

1. Проведение анализа уровня экономического развития и общая характеристика корпорации:

- ✓ оценка стоимости актива, его структуры, объема и состава нематериальных и внеоборотных активов;
- ✓ анализ производства: производственных мощностей, возможностей их роста, степени модернизации и износа орудий производства, технологии;
- ✓ оценка кадрового уровня: квалификации, укомплектованности кадрами, обеспеченности работниками;
- ✓ анализ инноваций: определение их наличия и использования в производственном процессе, возможности внедрения.

2. Характеристика рыночного положения и уровня конкурентоспособности продукции:

- ✓ объем рынка и место, которое на нем занимает компания: оценка конкурентной среды, определение лидеров рынка, изучение сильных и слабых сторон организации, перспективы будущего роста и закрепления достигнутых позиций;
- ✓ качество производимого продукта, его конкурентная устойчивость – анализ аналогичных продуктов, повышение уровня конкурентоспособности;
- ✓ ценовая стратегия корпорации.

3. Финансовый анализ состояния и результатов работы организации:

- ✓ оценка её деловой активности, ликвидности, устойчивости, платежеспособности и рентабельности;
- ✓ расчет результатов финансовой деятельности: размер текущей прибыли, потенциал развития и эффективность деятельности.

Организация может составить план и реализовать спектр различных мероприятий, направленных на повышение своей инвестиционной привлекательности. Для этого можно использовать:

- ✓ тщательное долгосрочное стратегическое планирование;
- ✓ бизнес-планирование;
- ✓ экспертную оценку юристов для приведения правоустанавливающих документов в соответствие с законодательством;
- ✓ формирование и оценку кредитной истории;
- ✓ создание более гармоничной структуры корпорации путем реформирования.

Чтобы определить, какие меры нужны организации для повышения инвестиционной привлекательности, нужно провести оценку состояния корпорации. Этот анализ позволяет:

- ✓ выявить сильные аспекты деятельности организации;
- ✓ просчитать риски и слабые аспекты в состоянии корпорации на настоящий момент (также и со стороны инвестора);
- ✓ разработать мероприятия для повышения инвестиционной привлекательности, увеличения конкурентных преимуществ и роста эффективности работы корпорации.

В ходе этой диагностики анализируются такие функциональные сферы, как менеджмент, производство, финансы, сбыт. Определяется сфера деятельно-

сти организации, связанная с максимальными рисками и обладающая самым большим количеством слабых сторон. Разрабатываются мероприятия для укрепления положения по слабым направлениям.

Следует также обратить внимание на проведение юридической экспертизы корпорации. Для оценки инвестиционной привлекательности корпорации направлениями экспертизы могут быть:

- ✓ подтверждение права собственности на недвижимость (земельные участки, здания и проч.);
- ✓ правильность составления учредительных документов (права акционеров, полномочия руководства организации);
- ✓ прозрачность, корректность и юридическая чистота учета прав на ценные бумаги корпорации.

После проведения экспертизы определяются несоответствия вышеуказанных направлений нормам законодательства государства. Устранение этих несоответствий является крайне важным шагом, потому как инвесторы, оценивая инвестиционную привлекательность объекта, придают юридической диагностике весомое значение.

Например, для кредитора очень важно увидеть подтверждение прав собственности на имущество, которое будет объектом залога. Прямые же инвесторы, покупающие пакеты акций корпорации, обращают внимание на права акционеров и корпоративное управление в целом, поскольку им необходимо контролировать направления использования инвестируемых средств.

Проведенная экспертиза текущего состояния организации становится базой для разработки стратегического плана.

Взяв за основу долгосрочный стратегический план, организация приступает к формированию бизнес-плана. В нем досконально исследуются все направления деятельности организации, дается обоснование размера требуемых инвестиций и модель финансирования, ожидаемый эффект для корпорации. Схема финансовых потоков, сформированная в бизнес-плане, помогает получить оценку возможности организации возратить инвестору-кредитору ссудные средства с учетом процентов. Инвесторы-собственники с помощью бизнес-плана могут провести анализ стоимости корпорации, изучить стоимость вложений и обоснование потенциального роста.

Большое значение в глазах инвесторов имеет кредитная история корпорации, так как она означает, что у организации есть практический опыт освоения вложений и выполнения взятых на себя обязательств перед кредиторами и инвесторами-собственниками. Поэтому целесообразными будут меры, принятые для формирования положительной кредитной истории.

Одна из наиболее трудоемких и крайних мер по повышению инвестиционной привлекательности организации – это реализация реформирования (реструктуризации). В целом реформирование объединяет в себе комплекс мер по полному приведению работы корпорации в соответствие с переменчивыми условиями рынка и стратегическим планом развития.

Таким образом, подходы к определению сущности понятия «инвестиционная привлекательность» весьма многообразны, однако оценка факторов внешней и внутренней среды является неотъемлемой частью каждого из подходов.

Рыночная стоимость сильно влияет на инвестиционную привлекательность, так как чем меньше стоимость корпорации, тем меньше инвесторы заинтересованы в организации и даже могут начать продавать акции данной организации за низкую цену.

Можно сделать вывод, что инвестиционная привлекательность корпорации – это комплексная характеристика, которая показывает целесообразность инвестирования средств в данную компанию. В настоящее время разработаны различные показатели оценки инвестиционной привлекательности компаний, позволяющие проанализировать ее составляющие. Комплексный показатель находится в зависимости от многих факторов, в частности, от экономической ситуации в стране, событий, происходящих на мировой арене, а также экономической ситуации в отрасли, уровня квалификации сотрудников корпорации и множества финансовых показателей корпорации.

В современном мире каждая компания заинтересована в систематической оценке своей инвестиционной привлекательности. Это связано с тем, что для постоянного и стабильного развития любое предприятие нуждается во вложениях как в основные фонды и научно-технические разработки (НИОКР), так и в другие активы, используемые для получения положительного эффекта. Это особенно актуально в конкурентном пространстве, когда каждая компания должна быть способной как предлагать качественный товар или услугу, так и подстраиваться под постоянно изменяющиеся условия.

Таким образом, финансовая привлекательность корпорации – центральное звено инвестиционной привлекательности. Для любого инвестора она заключается в получении стабильного финансово-экономического эффекта от финансово-хозяйственной деятельности. Если этот эффект нестабилен, при инвестировании неизбежен финансовый риск. Наиболее часто в качестве критериев финансовой привлекательности используются целевые значения показателей, характеризующих финансовое положение корпорации (ликвидность, платежеспособность, финансовая устойчивость) и уровень ее деловой активности и эффективности деятельности (оборачиваемость активов, рентабельность продукции и производства).

#### *Вопросы для самоконтроля*

1. Что такое инвестиционная привлекательность объекта?
2. Перечислить основные виды инвестиционного климата.
3. Каково содержание методик оценки инвестиционной привлекательности?
4. Каковы основные этапы повышения инвестиционной привлекательности корпорации?
5. Какова взаимосвязь между рыночной стоимостью компании и её инвестиционной привлекательностью?



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В рамках инвестиционного менеджмента выделяется два магистральных направления: управление реальными инвестициями и управление портфельными инвестициями. В данном учебном пособии основной фокус сосредоточен на вопросах привлечения финансирования в инвестиционные проекты, реализуемые в реальном секторе экономики.

Стратегия управления реализацией инвестиционного проекта должна строиться на практическом применении рассмотренных выше трёх групп механизмов финансирования. При этом инвестиционная стратегия должна обеспечивать построение оптимальной комбинации рассмотренных инструментов финансирования, позволяющих минимизировать стоимость обслуживания заёмного капитала при сохранении утверждённой стратегии развития предприятия в целом.

В то же время необходимо отметить определенную зависимость между стадиями жизненного цикла организации и инструментами финансирования, наиболее подходящими и доступными на каждой из стадий (табл. 7).

Таблица 7

### Взаимосвязь стадий жизненного цикла организации и применяемых инструментов финансирования

Стадия жизненного цикла организации	Инструменты финансирования
Становление (этап предпринимательства)	Собственные средства Проектное финансирование Факторинг
Развитие (этап коллегиальности)	Кредит Лизинг Экспортно-импортное финансирование Структурные продукты
Зрелость (формализация деятельности)	Облигационные займы Кредитные ноты Частное размещение
Реструктуризация	ИРО Вторичные выпуски
Старость (этап спада)	Все вышеперечисленные

Следовательно, применение тех или иных конкретных инструментов финансирования зависит не только от содержания самого инвестиционного проекта, но и от стадии жизненного цикла, в котором находится сама организация.

Необходимо понимать, что указанные взаимосвязи являются достаточно условными и в ряде случаев возможны некоторые структурные «сдвиги» в приведённой зависимости. Например, облигационные займы, кредитные ноты, частное размещение могут реализовываться и на этапе развития, и на этапе реструктуризации.

В связи с этим приведённая таблица может использоваться в сочетании со следующим принципом: все доступные банковские инвестиционные технологии находятся в определенной иерархии относительно друг друга.

Практическая реализация рассматриваемых инструментов финансирования инвестиций невозможна без эффективного взаимодействия организации с внешней средой. В данном случае в качестве элементов внешней среды прежде всего выступают финансовые посредники (кредитные организации, страховые компании и т.д.). В процессе такого взаимодействия хозяйствующий субъект должен пройти ряд стадий, которые находятся в прямой зависимости от существующего экономического потенциала и стадии жизненного цикла организации (рис. 35):

- на стадиях «рождение» – «юность» организация только формирует свой экономический потенциал, как правило, не имеет кредитной истории, в связи с чем привлечение потенциальных финансовых ресурсов затруднено, они имеют более высокую стоимость для предприятия;

- на стадии «зрелость» организация уже имеет определенный экономический потенциал, что значительно облегчает получение потенциальных финансовых ресурсов и снижает их стоимость;

- на стадии «старение» возможность привлечения ресурсов значительно снижается, а стоимость увеличивается;

- на стадии «возрождение» доступ к потенциальным финансовым ресурсам у организации снова упрощается, а стоимость снижается.

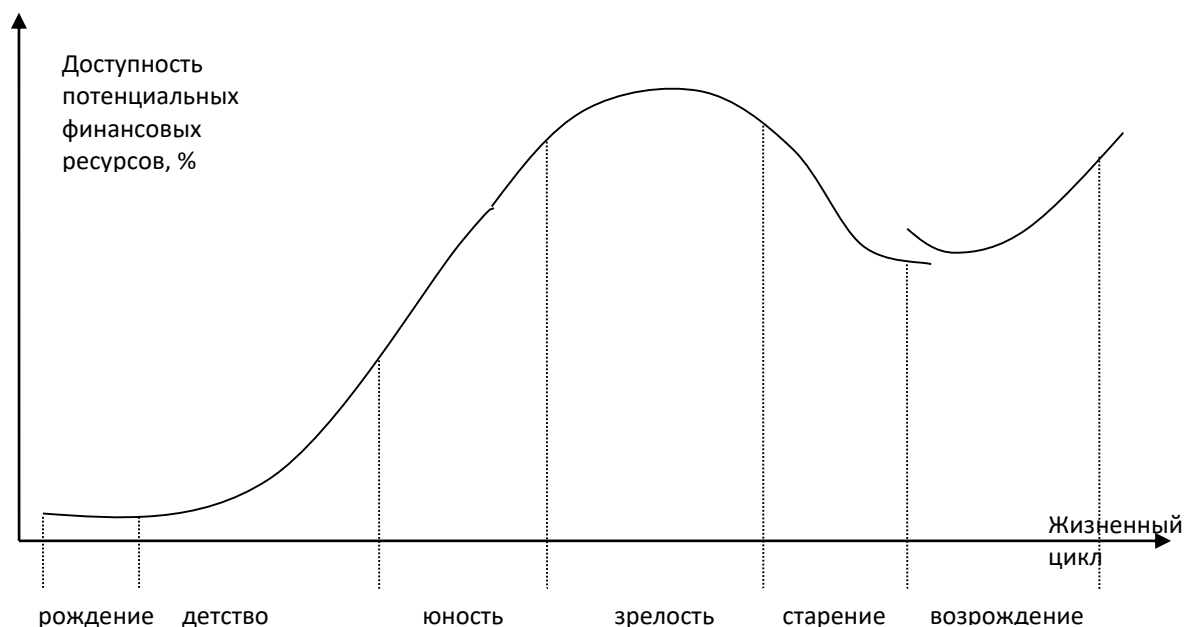


Рис. 35. Зависимость стадий жизненного цикла организации от доступности потенциальных финансовых ресурсов

Этот принцип формализуется в Пирамиде развития финансовой конкурентоспособности организации (рис. 36). Она призвана показать, что каждый инструмент следующего уровня основывается на опыте практического применения предыдущих. При этом одновременное использование инструментов разно-

го уровня обеспечивает возможность дополнить, диверсифицировать источники привлечения заёмных средств и дать предприятию оптимальную финансовую гибкость.



Рис. 36. Пирамида развития финансовой конкурентоспособности организации

Каждый из инструментов, входящий в рассматриваемую Пирамиду, естественно, имеет свои преимущества и недостатки. Соответственно, для каждого инструмента может быть осуществлён *SWOT*-анализ, который эффективен лишь при учёте конкретной ситуации, в которой находится предприятие. Кроме того, на выбор того или иного инструмента финансирования оказывает и субъективный фактор – мнение акционеров. Например, при частном размещении – насколько действующие акционеры готовы к «размыванию» своей доли в акционерном капитале.

Таким образом, эффективность построения инвестиционной стратегии оказывает существенное влияние на общую конкурентоспособность организации как в настоящем, так и в будущем.

Механизмы финансирования инвестиций как элемент развития экономического потенциала хозяйствующего субъекта выступают системообразующим фактором, в итоге определяющим его конкурентную позицию на рынке, и оказывают решающее воздействие на качественный и количественный состав материальных, трудовых и природных ресурсов.

## **Перечень примерных вопросов к экзамену по дисциплине «Инвестиционный менеджмент»**

1. Понятие инвестиций, экономическое содержание, классификация инвестиций. Различие понятия инвестиций в отечественной и зарубежной литературе.
2. Инвестиционные решения: общая характеристика, их классификация.
3. Риски принятия инвестиционных решений.
4. Стадии принятия и осуществления инвестиционных решений.
5. Общая характеристика понятий «инвестиционный климат» и «инвестиционная привлекательность».
6. Финансовые институты, их типы. Виды потоков денежных средств.
7. Общая характеристика инвестиционного процесса в экономике России. Проблемы и перспективы развития.
8. Источники финансирования инвестиций, их общая характеристика.
9. Банковский кредит: понятие, классификация. Принципы кредитования. Понятие системы банковского кредитования, её элементы.
10. Общая характеристика форм кредитования: овердрафт, кредитная линия, вексельный кредит.
11. Формы и виды обеспечения возвратности кредитов: залог, поручительство, банковская гарантия.
12. Лизинг как инструмент обновления основных фондов. Виды лизинга, прямой и возвратный лизинг. Экономические преимущества лизинга.
13. Финансирование приобретения импортного оборудования: общая характеристика, преимущества и недостатки.
14. Особенности использования аккредитивных форм расчетов как инкремента обновления основных фондов. Финансирование под гарантии экспортных страховых агентств.
15. Проектное финансирование. Стадии финансирования проекта. Формы проектного финансирования. Основные схемы проектного финансирования.
16. Организация облигационных займов, общая характеристика. Виды облигаций и их рейтинг.
17. Этапы структурирования облигационных займов. Особенности организации облигационных займов в России.
18. Факторинг, его экономическая природа. Классификация факторинговых операций. Риски в факторинговых операциях.
19. Форфейтинг, сущность операции. Преимущества сделки для экспортёра.
20. Сравнительная характеристика методов финансирования инвестиций: преимущества и недостатки использования внутренних и внешних источников финансирования.
21. Общая характеристика традиционных методов оценки инвестиций.
22. Выбор ставки дисконтирования: возможные подходы.
23. Подходы к анализу инвестиционных проектов в условиях риска и неопределённости.
24. Понятие инвестиционного портфеля и содержание основных подходов к его управлению.

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

### *Нормативные документы*

1. Гражданский кодекс РФ. Ч. I, II. Введен в действие с 01.03.1996 Федеральным законом РФ №15-ФЗ от 26.01.1996, ст. 665–670 // Собр. законодательства РФ. 1996, №5, ст.410.
2. Указ президента РФ от 17.09.1994 №1929 «О развитии финансового лизинга в инвестиционной деятельности», ст.4 // Собр. законодательства РФ. 1994. №22, ст.2463.
3. Федеральный закон РФ от 11.03.1997 №48-ФЗ «О простом и переводном векселе», ст. 45 // Собр. законодательства РФ. 1997. №11, ст.1238.
4. Федеральный закон РФ от 25.02.1999 №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» (в ред. от 02.01.2000), ст. 1–5 // Собр. законодательства РФ.1999. №9, ст.1096.
5. Федеральный закон РФ от 29.10.1998 №164-ФЗ «О лизинге», ст. 31 //Собр. законодательства РФ. 1998. №44, ст.5394.
6. Федеральный закон «О валютном регулировании и валютном контроле» № 173-ФЗ от 10.12.2003 г. (в ред. от 29.06.2004).
7. Федеральный закон «Об основах государственного регулирования внешнеторговой деятельности» №164-ФЗ от 8.12.2003 (в ред. от 22.08.2004).
8. Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» №17-ФЗ от 3.02.1996 (в ред. от 29.06.2004).
9. Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» №102-ФЗ от 16.07.1998.
10. Федеральный закон "Об иностранных инвестициях в Российской Федерации" №160-ФЗ от 9.07.1999.
11. Унифицированные правила и обычаи для документарного аккредитива. Публикация МТП № 600.
12. Международная практика Стэндбай. Публикация МТП №590.
13. Унифицированные правила по договорным гарантиям. Публикация МТП № 458.
14. Унифицированные правила по межбанковскому рамбурсированию. Публикация МТП №323.
15. Унифицированные правила для гарантий по требованию. Публикация МТП №45.
16. Чистые транспортные документы. Публикация МТП №473.
17. Форс-мажорные обстоятельства. Публикация МТП №421.

### *Основная литература*

18. *Анализ экономической деятельности клиентов банка: учеб. пособие / под ред. О.И. Лаврушина. М.: ИНФРА-М, 1996. 79 с.*
19. *Артемов Н.М. Проблемы и перспективы валютного регулирования в РФ. М.: Профобразование, 2002. 166 с.*
20. *Балабанов И.Т. Валютные операции. М.: Финансы и статистика, 2004. 143 с.*

21. *Банковское дело: современная система кредитования: учеб. пособие /* под ред. О.И. Лаврушина. М. : КНОРУС, 2007. 768 с.
22. *Банковское дело: учебник /* под ред. Г.Г. Коробовой. М.: Экономистъ, 2006. 766 с.
23. *Бахрин П.И.* Организация и финансирование инвестиций: практикум. М.: Маркетинг, 2000. 161 с.
24. *Бункина М.К., Семенов А.М.* Основы валютных отношений. М.: Юрайт, 2000. 192 с.
25. *Буянов В.П., Алексеева Д.Г.* Анализ нормативного обеспечения банковских расчетов. М.: Экзамен, 2002. 413 с.
26. *Быльцов С.Ф.* Настольная книга российского инвестора: учеб.-практ. пособие. СПб.: Бизнес-Пресса, 2000. 506 с.
27. *Валютный рынок и валютное регулирование /* под ред. И.Н. Платоновой. М.: БЕК, 1999. 457 с.
28. *Васин А.С., Лебедев А.В.* Управление факторинговыми операциями с использованием маркетинговых стратегий // *Финансы и кредит.* 2005. №7. С.34–37.
29. *Васин А.С., Федосеев А.А.* Выбор валюты для обслуживания экспортно-импортных операций // *Финансы и кредит.* 2003. №2. С. 3–6.
30. *Внешнеэкономическая деятельность: учебник /* под ред. Ю.М. Ростовского, В. Ю. Гречкова. М.: Экономистъ, 2004. 588 с.
31. *Гинзбург А.И., Михайко М.В.* Рынки валют и ценных бумаг. СПб.: Питер, 2004. 250 с.
32. *Голикова Ю.С., Хохленкова М.А.* Банк России: организация деятельности. Кн. II. М.: Дека, 2000. 699 с.
33. *Голубович А.Д., Кулагин М.В., Миримская О.М.* Валютные операции в коммерческих банках. М.: Менатеп-Информ, 2003. 238 с.
34. *Гусева К.Н.* Долгосрочное кредитование как метод интеграции банковского и промышленного капиталов // *Деньги и кредит.* 2000. №7. С.137–139.
35. *Денежное обращение и банки: учеб. пособие /* под ред. Г.Н. Белоглазовой, Г.В. Толоконцевой. М. : Финансы и статистика, 2000. 270 с.
36. *Деньги, кредит, банки: учебник для студентов вузов по экономическим специальностям /* под ред. О.И. Лаврушина. М.: КНОРУС, 2010. 320 с.
37. *Зимин И.А.* Реальные инвестиции. М.: Ассоц. авторов и издателей «Тандем»; «Экмос», 2000. 338 с.
38. *Иванов В.В., Малютин О.Н.* Методика анализа обеспечения при совершении операций кредитования // *Финансы и кредит.* 2000. №5. С.11–13.
39. *Киреев А.П.* Международная экономика: учеб. пособие для вузов (в 2 ч.). М.: Междунар. отн., 2000. 416 с.
40. *Ковалев А.И., Привалов В.П.* Анализ финансового состояния предприятия. М.: Центр экономики и маркетинга, 2000. 204 с.
41. *Курбангалеева О.А.* Валютные операции. - М.: Вершина, 2005. 222 с.
42. *Максимова В.Ф.* Инвестирование. М.: Моск. междунар. ин. эконометрики, информатики, финансов и права, 2003. 84 с.
43. *Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учеб. /* под ред. Л.Н. Красавиной. М.: Финансы и статистика, 2014. 543 с.

44. *Метелев С.Е., Чижик В.П., Елкин С.Е., Калинина Н.М.* Инвестиционный менеджмент: учебник. Омск: ООО «Омскбланкиздат», 2013. 290 с.

45. *Мерзлов И.Ю.* Инструментарий обеспечения инновационного роста промышленных предприятий // Состояние и перспективы развития инновационной деятельности в области сервиса: Первая междунар. науч.-практ. конф. Тольятти, 2007. С. 82–84.

46. *Мерзлов И.Ю.* Особенности взаимодействия промышленных предприятий с кредитными организациями на современном этапе развития экономики // Экономические проблемы современной России и пути их решения: научные чтения, посвящ. памяти проф. Н.Г. Веселова. Екатеринбург, 2005. С. 55–59.

47. *Мерзлов И.Ю.* Оценка и выбор форм финансирования производства газотурбинных электростанций // Экономика и управление: актуальные проблемы и поиск путей решений: материалы Всероссийской конференции молодых ученых и студентов. - Пермь, 2002. С. 50–54.

48. *Мерзлов И.Ю.* Проблемы привлечения инвестиционных ресурсов промышленными предприятиями, пути решения // Проблемы экономики, финансов и управления производством: сб. науч. тр. вузов России (16-й вып.). Иваново, 2004. С. 97–102.

49. *Мерзлов И.Ю.* Содержание процесса формирования механизма повышения конкурентоспособности продукции в условиях рыночного хозяйствования // Государство и рынок: труды VI Междунар. российско-китайского симпозиума. Екатеринбург, 2005. С. 32–39.

50. *Мерзлов И.Ю.* Управление акционерным капиталом предприятия при реализации инвестиционных проектов // Управление в социальных и экономических системах: сб. ст. IV Междунар. науч.-практ. конференции. Пенза, 2006. С. 65–69.

51. *Мерзлов И.Ю.* Управление финансовым потенциалом предприятия // Экономика и эффективность организации производства: сб. науч. тр. Вып. 9. Брянск, 2008. С. 67–72.

52. *Мерзлов И.Ю.* Финансовая модель построения и функционирования кластера // Экономика и эффективность организации производств: сб. науч. тр. Вып. 8. Брянск, 2007. С. 21–24.

53. *Мерзлов И.Ю.* Финансовый инструментарий как элемент инновационной основы развития экономического потенциала промышленного предприятия // Повышение технического и экономического потенциала инвестиционно-строительной сферы в условиях реализации национального жилищного проекта: отечественный и зарубежный опыт: сб. ст.. IV Междунар. науч.-практ. конф. Пенза, 2006. С. 73–78.

54. *Мерзлов И.Ю.* Эффективное взаимодействие промышленных предприятий с региональной властью и кредитными организациями: состояние и направления развития // Иерархические взаимосвязи в экономических системах: межвуз. сб. науч. тр. Пермь, 2005. С. 87–93.

55. *Мерзлов И.Ю., Хохрин А.В.* Организационно-финансовые механизмы реализации инвестиционных проектов промышленных предприятий: модель вы-

бора// Теория и практика корпоративного менеджмента: сб. науч. ст. Вып. 4. Пермь, 2006. С. 40–44.

56. *Милюков Л.И.* О расширении банковского кредитования производства (проблемы и пути решения) // Вестник АРБ. 2002. №7. С. 9–15.

57. *Моисеев С.Р.* Конвертируемый рубль // Бизнес и банки. 2003. №28. С. 21–25.

58. *Непомнящих Е.В.* Стимулирование кредитования предприятий реального сектора экономики кредитными организациями // Вестник банковского дела. 2000. №6. С. 54–58.

59. *Нешитой А.С.* Инвестиции: учебник. М.: Изд.-торг. корпорация «Дашков и Ко», 2007. 372 с.

60. *Носкова И.Я.* Валютные и финансовые операции. М.: ИНФРА-М, 2002. 333 с.

61. *Патрушева Е.Г.* Инвестиционный менеджмент: уч. пособие: Яросл. гос. ун-т им. П. Г. Демидова. Ярославль, 2017. 120 с.

62. *Попков В.П., Семенов В.Я.* Организация и финансирование инвестиций. СПб.: Питер, 2000. 224 с.

63. *Провкин И.Ю.* Инвестиции в реальный сектор экономики: роль банков // Деньги и кредит. 2001. №3. С.12–14.

64. *Свиридов О.Ю.* Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. М.: Изд. центр Март, 2005. 135 с.

65. *Семикова П.В.* Аккредитивы как инструменты платежа // Финансы и кредит. 2003. №2. С. 63–68.

66. *Семикова П.В.* Форфетирование как форма кредита в экспортно-импортных операциях // Вестник Алтайского государственного аграрного университета. 2004. №3. С. 123–126.

67. *Сергеев Я.В., Веретенникова И.И.* Организация и финансирование инвестиций. М.: Финансы и статистика, 2000. 400 с.

68. *Смулов А.М.* Проблемы взаимодействия промышленных предприятий и банков. М.: Финансы и статистика, 2002. 302 с.

69. *Суэтин А.А.* Международные валютно-финансовые отношения: учеб. пособие. М.: КНОРУС, 2004. 205 с.

70. *Трушникова А.Д.* Инвестиционная привлекательность корпорации и подходы к ее оценке // Научные записки молодых исследователей. 2017. №5. С.36–46.

71. *Управление проектами* / под ред. В.Д. Шапиро, Л.М. Немчина, С.Я. Накешана. СПб.: Два-три, 1996. 610 с.

72. *Финансы, денежное обращение и кредит: учебник* / под ред. В.К. Сенчагова, А.И. Архипова. М.: Проспект, 2001. 496 с.

73. *Щеголева Н.Г.* Банковские операции во внешней торговле / Моск. фин.-пром. академия. М., 2004. 101 с.

74. *Щеголева Н.Г.* Валютный рынок и валютные операции. М.: Маркет ДС, 2005. 157 с.



*Учебное издание*

**Мерзлов Игорь Юрьевич,**  
д.э.н., заведующий кафедрой менеджмента ФГАОУ ВО ПГНИУ

## **Инвестиционный менеджмент**

Учебное пособие

Редактор *Л. А. Богданова*  
Корректор *Л. И. Семицетова*  
Компьютерная верстка: *И. Ю. Мерзлов*

---

Объем данных 2,58 Мб  
Подписано к использованию 28.02.2022

---

Размещено в открытом доступе  
на сайте [www.psu.ru](http://www.psu.ru)  
в разделе НАУКА / Электронные публикации  
и в электронной мультимедийной библиотеке ELiS

Издательский центр  
Пермского государственного  
национального исследовательского университета  
614990, г. Пермь, ул. Букирева, 15