

11, ноябрь 2017

УДК 336.648

Современные формы квазифинансирования

*Спасская Н.А., магистр,
Россия, 105005, г. Москва, МГТУ им. Н.Э. Баумана,
кафедра «Инновационное предпринимательство»
na.spasskaya@gmail.com*

*Научный руководитель: Волнин В.А., к.э.н, доцент,
Россия, 105005, г. Москва, МГТУ им. Н.Э. Баумана,
vvolnin@yandex.ru*

Аннотация: Привлечение инвестиций в инновационную деятельность и выбор оптимальных источников финансирования остается одним из наиболее важных вопросов для руководства компаний на протяжении многих лет. В связи с растущими потребностями сформировалось достаточное разнообразие как чисто долговых инструментов, так и инструментов инвестирования в собственный капитал. В статье рассматриваются современные гибридные источники финансирования инновационных проектов, сочетающие в себе преимущества заемного и собственного капитала компании.

Ключевые слова: инвестиции (investments), инновационные проекты (innovation projects), финансирование (financing), субординированный долг (subordinated debt), облигации (bonds).

Введение

Поиск источников финансирования инновационных деятельности является одним из ключевых вопросов управления проектами по внедрению результатов научных исследований в реальный сектор экономики. Традиционные источники финансирования разделяются на собственные и привлеченные (заемные). Каждой из этих групп присущи свои инструменты и способы привлечения инвестиций [1]. Развитие финансовых отношений привело к возникновению новых, смешанных источников финансирования, которые нельзя строго отнести ни к одной описанной выше группе, так как они имеют сугубо специфические черты и, в зависимости от обстоятельств, могут принимать формы как собственного, так и заемного капитала. В настоящее время компаниям доступно

множество способов организации гибридного финансирования инновационных проектов, которые позволяют формировать для них индивидуальную финансовую среду с оптимальными целевыми характеристиками, повышающими эффективность их деятельности и значительно снижающими возможные риски. Выбор способа организации финансирования зависит от конкретных условий реализации проекта: его масштаба, специализации, продолжительности реализации, стадии жизненного цикла, наличия залогового обеспечения и прочего [2].

* * *

Новые гибридные финансовые инструменты обладают гибкостью и способностью агрегироваться, что позволяет с максимальной эффективностью использовать комбинацию собственных и заемных средств: повысить рентабельность собственного капитала – ROE (Return on Equity), а также снизить средневзвешенную стоимость капитала – WACC (Weighted Average Cost of Capital). Но анализируя используемые способы финансирования в России, можно сделать вывод о том, что основными источниками инвестиций являются собственные средства компаний, а также бюджетные средства – многие инвестиционно-инновационные проекты реализованы в рамках различных целевых программ.

Новые производные инструменты и технологии дают дополнительные возможности предприятиям, делают финансовый рынок более емким и разнообразным, снижают риски. К комбинированному, или гибричному, финансированию обычно относятся: привилегированные акции (гибрид задолженности и акционерного капитала); лизинг – гибриды кредита и аренды; ценные бумаги типа опционов и конвертируемые ценные бумаги, мезонинное финансирование – гибриды прямых инвестиций и кредита. На рис. 1. представлены основные производные и гибридные финансовые инструменты.

В мировой практике существует деление ценных бумаг на два вида:

- основные ценные бумаги;
- производные финансовые инструменты (деривативы).

В принципе работы основных ценных бумаг лежат имущественные права на какой-либо актив: товар, капитал, имущество, различного рода ресурсы.

Производный финансовый инструмент – это договор, по которому стороны имеют имущественное право (или обязательство) выполнить определенные действия в отношении базисного актива, который лежит в основе данного инструмента. Рассмотрим каждый из возможных финансовых инструментов и основных ценных бумаг более подробно.

В мировой практике существует деление ценных бумаг на два вида:

- основные ценные бумаги;
- производные финансовые инструменты (деривативы).



Рис. 1. Основные виды гибридных ценных бумаг и финансовых инструментов.

В принципе работы основных ценных бумаг лежат имущественные права на какой-либо актив: товар, капитал, имущество, различного рода ресурсы.

Производный финансовый инструмент – это договор, по которому стороны имеют имущественное право (или обязательство) выполнить определенные действия в отношении базисного актива, который лежит в основе данного инструмента. Рассмотрим каждый из возможных финансовых инструментов и основных ценных бумаг более подробно.

Фьючерс – стандартный биржевой контракт на совершение сделки купли-продажи базового актива в установленное время в будущем по заранее оговорённой цене. Существует два вида фьючерсов: поставочные и расчётные [3]. Фьючерс может обращаться только на биржах.

Форвард – эквивалентный фьючерсу внебиржевой инструмент с обязательством на совершение сделки купли-продажи базового актива в будущем по заранее оговорённой цене. Такой контракт обычно является поставочным, его базовый актив не имеет стандартной формы и не имеет гарантии в виде расчётно-клиринговой палаты биржи, в

которой ведется сбор информации по заключённым на бирже сделкам, её сверка и корректировка в случае расхождений, и поэтому он не является ликвидной ценной бумагой. А поскольку такой инструмент обращается на внебиржевом рынке, то оформляется на договорной основе.

В случае, если закрытие контракта, который был приобретен на бирже, невозможно продажей на бирже или поставкой реального биржевого актива, то по сути такой контракт уже является биржевым форвардным, а не фьючерсным.

Опцион – стандартизированный биржевой контракт, который даёт право (при этом не налагая обязательств) его покупателю на покупку (опцион-колл) или продажу (опцион-пут) определённого базового актива (акций) в течение определенного периода исполнения контракта по заранее определенной цене с уплатой за это право продавцу цены контракта. В российской практике используется также опцион эмитента на акцию, являющийся срочным или без установленного срока обращения ценной бумагой. Опцион эмитента – это именная ценная бумага, размещение которой осуществляется в соответствии с установленными федеральными законами правилами размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции [4]. Аналогом опциона эмитента в мировой практике являются фондовый варрант и подписное право [5].

Варрант – это опцион эмитента с фиксированной ценой (ценой исполнения варранта) покупки определенного количества акций или облигаций при их размещении. Варрант представляет собой опцион-колл, который выписывает эмитент на свои же ценные бумаги. Они могут выпускаться как самостоятельные ценные бумаги, а могут быть совмещены с облигациям или привилегированными акциями для увеличения привлекательности эмиссии. Варранты позволяют установить более низкую процентную ставку по облигациям или привилегированным акциям. Держатель варранта является субъектом залогового права. Варрант представляет собой вторичную ценную бумагу, то есть все права данной ценной бумаги сводятся к правам ее владельца на облигацию или акцию.

Своп – соглашение об обмене платежами между сторонами (представляет собой торгово-финансовую обменную операцию): по сути это несколько форвардных контрактов, обязательства по которым возникают с определённой периодичностью [6].

Конвертируемая облигация (конвертируемый вексель (convertible note) – это такая производная ценная бумага, которую можно конвертировать на заранее установленных условиях на некоторое количество обыкновенных акций (или в некоторых случаях привилегированных акций), то есть конвертировать в долю собственности. Суть конвертируемой облигации схожа с опционом. В сравнении с обычной облигацией она

обладает более низкой доходностью, но зато может быть конвертирована в акции. Такой инструмент применяется на ранних стадиях жизненного цикла компании, что позволяет отложить трудозатратную оценку стоимости компании на более поздний период.

Привилегированная акция – среднее между долговым инструментом (облигацией) и долевым инструментом (обыкновенной акцией), то есть она предоставляет право собственности на определенную часть имущества компании. Доходность такого инструмента имеет фиксированный процент и не подвержена колебаниям суммы дивидендов. В случае банкротства компании держатели привилегированных акций имеют преимущество перед держателями обыкновенных акций на получение части имущества в соответствии с долей, выраженной стоимостью акций. Привилегированные акции могут быть погашаемыми. Права владельцев привилегированных акций в уставе каждой компании определяются отдельно, но чаще всего на право участия их владельца в голосовании накладываются ограничения.

Лизинг – право за определенную плату получить во временное пользование необходимое для деятельности движимое или недвижимое имущество у лизингодателя (в роли лизингодателя обычно выступает кредитно-финансовый институт – лизинговая компания или банк), который по договору финансовой аренды (лизинга) обязуется приобрести в собственность имущество у определенного продавца и предоставить его арендатору (лизингополучателю).

Мезонинное финансирование – гибрид прямых инвестиций и банковского кредита. Залоговое обеспечение не требуется. В качестве обеспечения и покрытия риска инвестор получает опцион на возможный выкуп акций компании. Процент по мезонинному кредиту выше процента по задолженности с первоочередным правом требования или процента по задолженности более высокой очередности погашения (процента по банковскому кредиту), но значительно ниже процентов прямых инвестиций. Мезонинное финансирование – достаточно дорогие деньги, но в условиях, когда невозможно получить дополнительное кредитование, единственной возможностью остаются эмиссия долевых инструментов и ее последующее размещение на открытом рынке, а значит, неизбежное разведение своего контроля над покупаемой компанией. Данный механизм представляет собой способ привлечения дополнительных финансовых средств, при котором инвестор (выступает в роли кредитора и инвестора-акционера) размещает необходимые компании средства в виде долгового финансирования с одновременным приобретением опциона на частичную или полную конвертацию обязательств в акции компании-реципиента по заранее оговоренной стоимости с возможным условием реализации данного права при наступлении определенных условий. Например, в случае, если выручка по проекту превысила заранее

определенную сумму. Часто такой механизм привлечения инвестиций сочетает в себе сразу несколько гибридных финансовых инструментов с разными уровнями риска и доходности: субординированный долг, заем "с участием в прибыли", warrants на акции компании. Данный вид финансирования может быть применен на различных стадиях жизненного цикла компании: от стартапа до выхода на IPO. На практике мезонинное финансирование чаще всего используется для того, чтобы заполнить финансовый гэп недофинансирования выкупа (LBO). При использовании мезонинного финансирования повышается рентабельность собственного капитала компании ROE и снижается средневзвешенная стоимость капитала WACC, от чего значительно возрастет стоимость бизнеса [7]. Обычно данный вид привлечения инвестиций используется в случае, когда компания имеет положительный денежный поток, то есть на самых ранних стадиях жизненного цикла проекта такой метод не применяется. Такой способ снижает риски всех участников сделки: в случае кредитора долговые обязательства имеют более высокий приоритет в конкурсной очереди, а для заемщика опционное соглашение позволяет в будущем рассчитаться с инвестором в удобной для него форме – выплата прибыли держателю опциона или размещение в его пользу акций. Еще одним преимуществом мезонинного кредитования является то, что оно предоставляется не под конкретный проект, а компании в целом (специально созданной под эту сделку (Special Purpose Vehicle, SPV) или материнской компании холдинга), что позволяет гибко распределять финансовые потоки.

"Тихое участие" инвестора (silent participation) – инвестиции частного лица, чье участие в партнерстве ограничивается предоставлением капитала. Такой инвестор обычно несет риски, ограниченные суммой вложенного капитала и не принимает участия в управлении компанией.

Субординированный заем (subordinated debt) – такой вид кредита или облигационного займа, который выдается на длительный срок (от пяти лет), с запретом досрочного возврата (или досрочного погашения выпуска в случае облигаций), а также запретом на внесение изменений в договор. Требования по кредиту или облигациям в случае такого вида финансирования удовлетворяются в последнюю очередь. Данный вид кредитования в российском праве существует только для банков. Основная сумма долга выплачивается одним платежом по окончании срока действия договора. При банкротстве кредитной организации заемщика, требования кредитора, предоставившего субординированный кредит, не могут быть удовлетворены до полного удовлетворения требований иных кредиторов [8].

Заем "с участием в прибыли" (profit participating loan) используется в случае заинтересованности инвестора в краткосрочном доходе при вложении инвестиций в продукт, который в ближайшее время гарантирует сверхприбыли. Инвестор получает фиксированный процент за пользование денежными средствами, помимо этого ему начисляется вознаграждение, выраженное в доле от прибыли (прибыли до вычета расходов по выплате процентов, налогов и начисленной амортизации – EBITDA или чистой прибыли компании на время кредита).

Заключение

Ключевым преимуществом гибридных инструментов является возможность инвестора одновременно получить свою долю в прибыли и защитить свои интересы в случае банкротства.



Рис. 2. Классификация методов финансирования по степени риска и доходности.

Общей чертой гибридных ценных бумаг с длительным сроком погашения является то, что они имеют опцион на покупку. Опцион не подразумевает каких-либо договорных обязательств по его исполнению в течение определенного периода и, следовательно, позволяет в периоды финансовой нестабильности избежать риска рефинансирования для эмитента, то есть воспользоваться неограниченным финансированием. Тем не менее наличие определенных характеристик, таких как повышенная процентная ставка, может оказать чрезмерное давление на эмитента и мотивировать его использовать опцион и рефинансировать кредит даже в момент финансового стресса. Более того, нередко цена

гибридных ценных бумаг в выпуске уже включает опцию "колл" в будущем. Тем самым эмитенты берут на себя обязательство по ее внедрению. Как правило, это приводит к уменьшению "долевого" кредита при присвоении рейтинга гибридным ценным бумагам.

В то же время для каждого вида финансирования характерен свой уровень риска и доходности. На рис. 2. представлены уровни риска и требуемой доходности инвестора в зависимости от формы финансирования инновационного проекта.

Список литературы

- [1]. Государственная программа Российской Федерации. Экономическое развитие и инновационная экономика. 2014. Режим доступа: <http://gov.garant.ru/SESSION/PILOT/main.htm> (Дата обращения 22.06.17).
- [2]. Кудрявцева Е.Л. Совершенствование методов оценки стоимости фондов прямых инвестиций: дис. ... канд. экон. наук. М., 2014. 137 с.
- [3]. Полтева Т.В., Дедкова А.А. Арбитражные и хеджевые стратегии и проблемы их использования на российском рынке // Азимут научных исследований: экономика и управление. 2014. № 4. С. 74–76.
- [4]. Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 03.07.2016) "О рынке ценных бумаг".
- [5]. Осколков И.М. Возможные направления совершенствования бюджетирования инвестиционной деятельности // Азимут научных исследований: экономика и управление. 2014. № 2. С. 53–56.
- [6]. Павлова Е.В. Сущность производных финансовых инструментов // Вектор науки ТГУ. 2011. № 3(17). С. 214–217.
- [7]. Лурье В., Мелихов Е.И. Мезонинное финансирование: международный опыт и российская практика. Режим доступа: <http://terraexterna.ru/content/mezoninnoe-finansirovanie-mezhdunarodnyy-opyt-i-rossiyskaya-praktika.html> (Дата обращения 13.05.17).
- [8]. Петрикова Е.М. Мезонинный кредит как альтернатива проектного финансирования инвестиционных проектов // Финансы и кредит. 2013. № 22 (226). С. 39-47.