

УДК 366.648

ОСОБЕННОСТИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОГО ПРОЕКТА

С.В. Кузина¹, М.И. Минина²

^{1,2}Тверской Государственный Университет, г. Тверь

Рассмотрен механизм проектного финансирования инновационных проектов через закрытый паевой инвестиционный фонд прямых долгосрочных инвестиций на примере проекта «Организация деятельности spin-off компании ООО "Oculist"», рассчитана эффективность применения данного механизма.

Ключевые слова: *проектное финансирование, инновации, паевой фонд, методики оценки проектов.*

Одним из перспективных методов трансфера результатов интеллектуальной деятельности в РФ в настоящее время может стать проектное финансирование, которое активно применяется отечественными банками для финансирования проектов сырьевых отраслей экономики.

Специфика проектного финансирования заключается в том, что единственным источником доходов кредитора выступает сам проект, т. е. генерируемый проектом денежный поток. Разумеется, подобная ситуация повышает инвестиционные риски банка, однако солидарная раскладка рисков между несколькими участниками сделки, а также залог имущества создаваемой компании снижают риски сделки проектного финансирования до среднерыночного инвестиционного риска. Для инициаторов проекта проектное финансирование может стать наиболее реальным методом получения инвестиционных ресурсов, так как кредитор обращает большее внимание на качество самого проекта, а не на кредитоспособность его инициаторов. Серьёзным недостатком российской правовой системы в данном случае является отсутствие единой системы оценки объектов интеллектуальной собственности, что затрудняет проектное финансирование инновационных проектов в случае вхождения его инициаторов в капитал будущей компании, созданный нематериальными активами по их рыночной стоимости.

Методика оценки проектов для целей проектного финансирования включает:

- экспресс-анализ проекта по критериям полноты и достоверности информации, а также проверку репутации и кредитной истории инициаторов-заёмщиков;
- финансово-экономическую оценку проекта, где рассчитываются показатели экономической эффективности проекта, процентный и комиссионный доходы банка и эффективность продажи доли будущей компании из собственности банка после погашения суммы проектного кредита;
- нефинансовый анализ, призванный оценить научно-техническую обоснованность проекта и уровень подготовки команды разработчиков, качество бизнес-плана и влияние реализации проекта на репутацию банка.

После этого банк принимает взвешенное решение о своём участии или отказе от участия в проекте.

На примере инновационного проекта «Организация деятельности spin-off компании ООО "OculistD" (ноу-хау № 01-097-2015 от 1 марта 2016 г. зарегистрировано в Депозитарии трансфера технологий Тверского государственного университета) рассмотрим возможности применения проектного финансирования. Предполагается, что данная компания создаст собственную офтальмологическую клинику, где, помимо стандартных услуг, будут проводиться операции по замене хрусталика глаза на искусственную интраокулярную линзу (ИОЛ).

Операция по замене хрусталика глаза (факоэмульсификация) позволяет эффективно устранять такие проблемы, как катаракта, возрастная дальнозоркость, астигматизм и близорукость. Однако сейчас в России не производят ИОЛ, обеспечивающих высокую точность коррекции зрения, а западные аналоги подобных ИОЛ стоят от 17 до 100 тыс. руб., цена на них зависит от курса валют. Инновационный механизм производства ИОЛ на уникальном 3D-принтере позволит существенно удешевить процесс производства ИОЛ, а также повысить их качество и точность за счёт учёта индивидуальных особенностей глаза пациента.

Таким образом, цель деятельности spin-off компании ООО «Oculist» заключается в удовлетворении спроса на качественные офтальмологические услуги, а также спроса на качественные и недорогие ИОЛ, которые будут производиться с использованием инновационного метода печати ИОЛ на уникальном 3D-принтере.

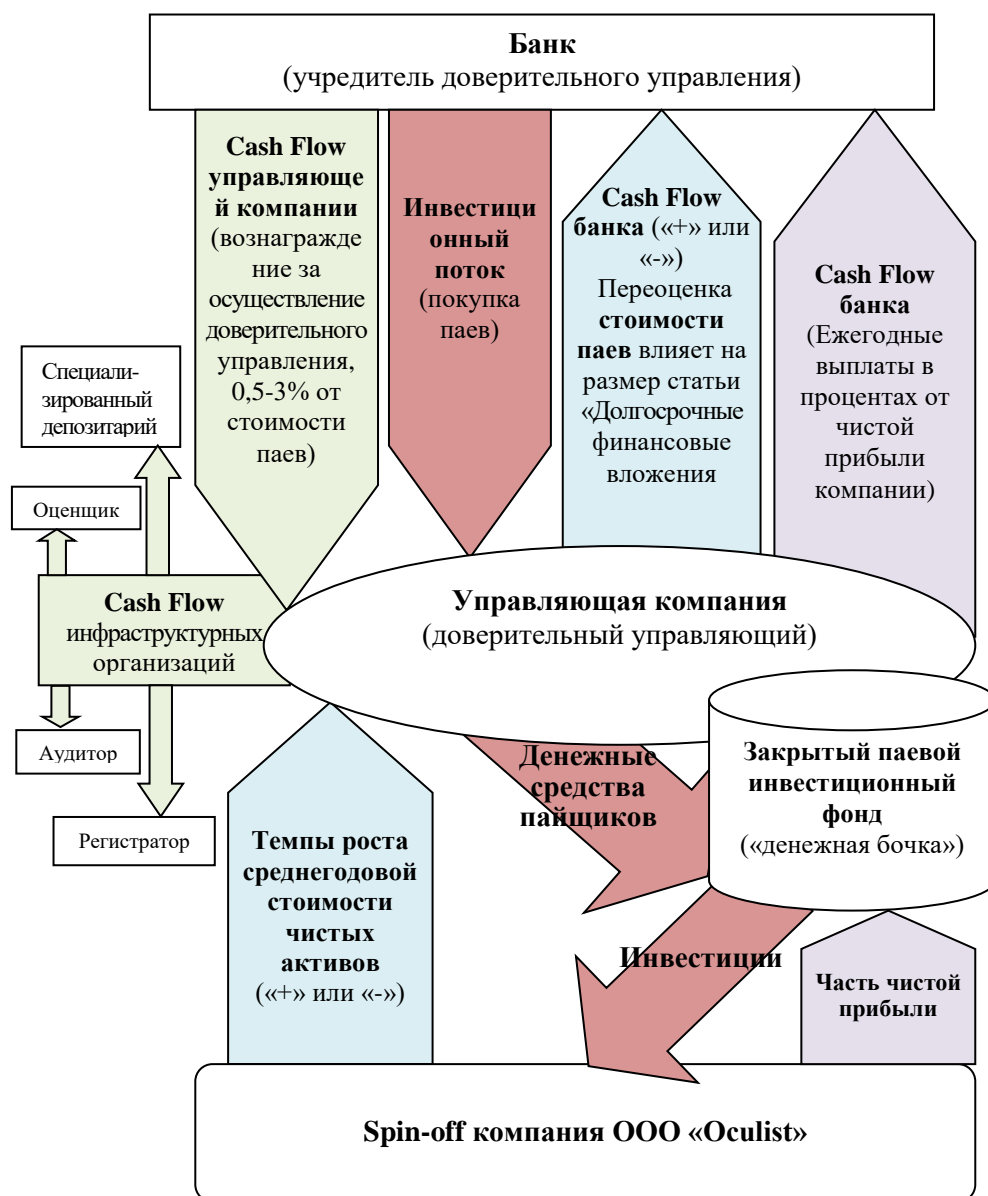
Вновь создаваемому предприятию необходимы инвестиции в размере 24,3 млн руб. для разработки и патентования инновационного метода печати ИОЛ и уникального 3D-принтера (1,5 млн руб.), создания необходимого программного обеспечения и регистрации свидетельств на программы (1,2 млн руб.), сертификации продукции (2 млн руб.), создания собственной клиники в г. Москве (19,1 млн руб.) и маркетингового продвижения продукта (0,5 млн руб.). Реализацию проекта планируется осуществить в течение двух лет.

В целях оценки эффективности инновационного проекта были рассчитаны показатели экономической эффективности, такие, как: (NPV), (IRR), (PI) и (DPP), а также планируемые доходы, расходы и кумулятивный денежный поток за два года [4, с. 31].

1. Совокупные доходы за два года реализации проекта составят 257,82 млн руб., при этом совокупные текущие расходы составят 145,97 млн руб.
2. Чистый приведенный доход (NPV) – 39,42 млн руб.
3. Внутренняя норма рентабельности (IRR) – 75,2 %.
4. Индекс доходности инвестиций (PI) – 2,62.
5. Дисконтированный срок окупаемости инвестиций – 17,1 мес.

В соответствии с Федеральным законом от 02.12.1990 N 395-1 (ред. от 05.04.2016 г.) «О банках и банковской деятельности» российским банкам нельзя осуществлять проектное финансирование напрямую, т. е. через вхождение в капитал создаваемой коммерческой организации. В ст. 5 указано, что «кредитной организации запрещается заниматься производственной, торговой и страховой деятельностью» [1]. Учитывая это условие,

механизм проектного финансирования в России будет несколько отличаться от общепринятого в западной практике.



Р и с . 1. Движение денежных потоков при осуществлении проектного финансирования через закрытый паевой инвестиционный фонд

Инициаторам проекта и банку необходимо определиться с размерами предполагаемого финансирования с обеих сторон. Размер вложенных инициаторами средств должен быть достаточным (по принятым стандартам не менее 15–20 % от общего объема инвестиций) для заинтересованности банка проектом. Предположим, что структура инвестируемого капитала будет следующей: 18% – собственный капитал инициаторов проекта, 82 % – доля банка.

Учитывая безрисковую ставку и премию за риск, банк может оценить ставку проектного финансирования для рассматриваемого проекта на уровне 29,5 % годовой ставки. Специфика проектного финансирования предполагает, что данный размер процентной ставки должен быть достигнут как минимальный среднегодовой уровень за 6 лет реализации проекта при получении банком определённой доли от чистой прибыли создаваемой компании ежегодно [5, с. 58].

Проектное финансирование бизнес-проекта «Организация деятельности spin-off компании ООО "Oculist"» может быть осуществлено через организацию закрытого паевого инвестиционного фонда. Данная схема предполагает, что инициаторы проекта регистрируют юридическое лицо, под финансирование которого управляющая компания (возможно, дочерняя компания коммерческого банка-участника проектного финансирования) создаёт закрытый паевой инвестиционный фонд прямых долгосрочных инвестиций, единственным пайщиком которого является коммерческий банк-участник проектного финансирования (рис. 1).

Схема наглядно показывает движение денежных средств при осуществлении проектного финансирования через закрытый паевой инвестиционный фонд. Данный механизм отличается от классического проектного финансирования наличием посредника в виде управляющей компании. Одним из плюсов механизма является возможность отслеживания изменения рыночной стоимости компании, участвующей в проектом финансировании, через изменение среднегодовой стоимости её активов, отражающееся в виде переоценки стоимости паев. Паи, выкупленные банком, будут выступать инвестиционными средствами банка для целей проектного финансирования компании, под которую создан закрытый паевой инвестиционный фонд. Срок погашения пая будет равносителен сроку проектного финансирования проекта. А ежегодные выплаты дохода пайщиком составят денежные потоки (Cash Flow) банка от реализации проекта.

Механизм проектного финансирования через закрытые паевые инвестиционные фонды имеет ряд преимуществ, обусловленных особенностями самой формы данного института коллективного инвестирования [2]:

1. Пайщиками закрытого паевого инвестиционного фонда могут быть только квалифицированные инвесторы, к которым относятся, в частности, коммерческие банки.

2. Паи закрытого паевого инвестиционного фонда выкупаются на определённый срок без возможности досрочного погашения. Это, с одной стороны, является гарантией работы компании, под которую создаётся паевой инвестиционный фонд, с другой – снижает риск потери ликвидности компанией-инициатором вследствие досрочного требования погашения паёв пайщиками.

3. Пайщики закрытого паевого инвестиционного фонда имеют право на участие в управлении компанией, под которую создаётся паевой инвестиционный фонд, если это оговаривается в договоре доверительного управления между управляющей компанией и пайщиком.

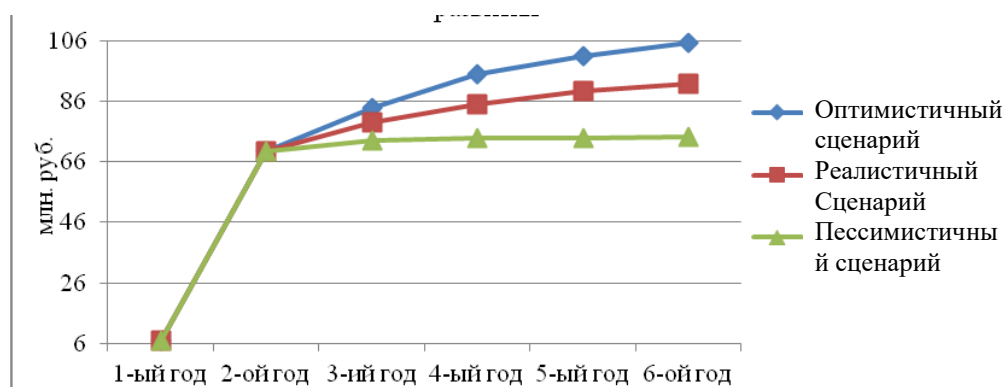
4. Пайщики имеют право на получение определённого дохода по итогам года, если это предусмотрено договором доверительного управления.

5. Пайщики имеют право на получение доли имущества компании после окончания срока обращения пая, если это предусмотрено договором

доверительного управления. К неоспоримым преимуществам инновационного бизнес-проекта «Организация деятельности spin-off компании ООО «Oculist»» в этом случае можно отнести саму форму организации в виде spin-off компании, предполагающую ведение не только производственной, но и научно-исследовательской деятельности с целью совершенствования выпускаемой продукции и выхода на новые рынки. В этом случае банк – как собственник части компании в результате погашения паев – автоматически становится собственником соответствующей доли нематериальных активов, созданных в результате проведения компанией научных исследований. Обладание долей нематериальных активов компании станет для банка дополнительной гарантией возврата средств проектного финансирования, вложенных в компанию, и снизит инвестиционные риски. Учитывая, что рыночная стоимость объектов интеллектуальной собственности чаще всего выше затрат на их разработку, а исследования spin-off компании имеют своей целью коммерциализацию научных разработок, продажа банком собственной доли в нематериальных активах ООО «Oculist», несомненно, принесёт банку доход.

Учитывая возможности закрытых паевых инвестиционных фондов, а также ранее определённые условия проектного финансирования рассматриваемого инновационного проекта, срок погашения пая составит 6 лет. Погашение пая будет осуществлено за счёт передачи банку – как единственному пайщику – 35 % доли компании. Для удобства расчётов, предположим, что созданный закрытый паевой инвестиционный фонд прямых долгосрочных инвестиций составляют 100 паёв стоимостью 199 376 руб. 57 коп. каждый (размер вложенных банком средств соответствует 19 937 657 руб.).

Очевидно, что важнейшим элементом анализа является определение размера ежегодных выплат, получаемых банком-пайщиком, в процентах от чистой прибыли вновь создаваемой компании. Рассмотрим три прогнозных сценария развития компании (оптимистичный, реалистичный и пессимистичный), выбирая в каждом случае по три возможные ставки дисконта и три размера ежегодных процентных выплат банку и рассчитывая для каждого из случаев среднегодовую доходность операции для банка. Указанные сценарии развития наглядно представлены на рис. 1.



Р и с . 1. Динамика чистой прибыли инновационного проекта «Организация деятельности spin-off компании ООО «Oculist»» при различных сценариях развития компании, млн руб.

Динамика чистой прибыли инновационного проекта «Организация деятельности spin-off компании ООО "Oculist"», согласно оптимистичному, реалистичному и пессимистичному сценариям развития, представленная на рис. 1, соответствует этапам кривой жизненного цикла товара на стадии «роста» и «зрелости», что объясняется возможностями компании за 6 лет занять потенциально возможную нишу рынка сбыта продукции, что скажется в виде замедления темпов роста продаж и чистой прибыли до 2–5 % в год (в зависимости от сценария развития).

Формула расчёта среднегодовой доходности участия в проекте для банка в процентах годовых выглядит следующим образом:

$$\text{Среднегодовая доходность за } T \text{ лет} = \frac{DCF_{\text{банка}}}{I_0} \times 100\% \quad (1)$$

где $DCF_{\text{банка}}$ – среднегодовой дисконтированный денежный поток банка от участия в проекте;

I_0 – инвестиционные затраты банка на проект.

Объединим результаты расчётов в сводную таблицу:

Т а б л и ц а

Сравнительный анализ доходности разных сценариев развития проекта

Сценарий	Среднегодовая доходность банка от участия в проекте, в % годовых и при ставке дисконта		
	10 %	13 %	17 %
При ежегодном вознаграждении банка-пайщика в размере 20 % чистой прибыли компании			
Оптимистичный	35,77	30,52	24,59
Реалистичный	31	26,83	21,43
Пессимистичный	26,27	22,16	17,49
При ежегодном вознаграждении банка-пайщика в размере 35 % чистой прибыли компании			
Оптимистичный	75,11	65,91	55,53
Реалистичный	67,7	59,39	50
Пессимистичный	58,25	51,28	43,12
При ежегодном вознаграждении банка-пайщика в размере 40 % чистой прибыли компании			
Оптимистичный	80,22	77,71	65,85
Реалистичный	79,76	70,25	59,52
Пессимистичный	69,21	60,98	51,66

Из данных таблицы, можно сделать вывод, что оптимальным является выбор ежегодного вознаграждения банка-пайщика в размере 35 % чистой прибыли компании, так как данный вариант позволяет получать доходность выше определённого ранее минимально допустимого уровня доходности в 29,5 % годовых при любом из рассматриваемых сценариев развития и при всех вариантах ставки дисконта. Вознаграждение в размере 40 % от чистой прибыли также удовлетворяет предъявляемым критериям. Однако 40 % – это максимальная нагрузка, возможная при осуществлении проектного финансирования, изъятие чистой прибыли в таких объёмах увеличивает риски замедления темпов роста компании и снижает возможности её капитализации. Вознаграждение в размере 20 % чистой прибыли компании не удовлетворяет критерию минимально допустимой доходности, так как при реалистичном и

пессимистичном сценариях развития при повышении ставки дисконта среднегодовая доходность операции опускается ниже определённого минимума в 29,5 % годовых. Потому вариант с вознаграждением в размере 35% является наиболее привлекательным как для банка, так и для компании, составляющей основу паевого инвестиционного фонда.

Кроме того, спустя 6 лет, окупив свои вложения, банк сможет продать полученную в счёт погашения принадлежащих ему инвестиционных паев свою долю (35 %) компании на рынке, исходя из оценки рыночной стоимости компании. Оценим доход банка от продажи своей доли компании, опираясь на расчёт терминальной стоимости (реверсии) компании ООО "Oculist"» на начало 7-го года деятельности.

Расчёт терминальной стоимости является одним из наиболее удобных для целей прогнозирования экспресс-методов оценки рыночной стоимости компании. Все расчёты при использовании данного метода опираются на допущение о том, что компания в прогнозируемом периоде продолжит стабильно генерировать денежный поток относительно постоянными темпами. Для целей расчёта терминальной стоимости компании используются следующие формулы:

$$V_{term} = \frac{CF_n \times (1 + g)}{(1 - Y) + g}, \quad (2)$$

где V_{term} – терминальная стоимость компании;

CF_n – чистый денежный поток в последнем году из периода прогнозирования;

Y – ставка дисконта, ед.;

g – средний темп прироста денежного потока, ед.

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + Y)^{i-0.5}} + \frac{V_{term}}{(1 + Y)^{n-0.5}}, \quad (3)$$

где V – рыночная стоимость компании;

i – номер прогнозного периода.

Результаты расчётов рыночной стоимости компании и доли банка, получаемой в качестве погашения паев, показывают, что банк получит в качестве погашения паёв от 100,01 до 124,92 млн руб. в зависимости от ставки дисконта.

Данные расчёты позволяют сделать вывод о том, что продажа доли компании, полученной в качестве погашения паев банка-пайщика, является высокодоходной операцией. В случае продажи актива даже за 50 % от рыночной стоимости банк получит доход, превышающий первоначальные инвестиции в компанию ООО "Oculist"» в 2,28 – 3,35 раза (в зависимости от сценария развития).

Расчёт среднегодовой доходности для банка проектного финансирования инновационного проекта «Организация деятельности spin-off компании ООО "Oculist"» через закрытый паевой инвестиционный фонд наглядно демонстрирует высокую эффективность вложений в данный проект как с точки зрения получения текущего дохода от деятельности компании, так и с точки зрения возможности продажи (исходя из оценки будущей рыночной

стоимости проекта) доли компании, полученной банком в счёт погашения принадлежащих ему паев.

Список литературы

1. Федеральный закон от 02.12.1990 № 395-1 (ред. от 03.07.2016) «О банках и банковской деятельности» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2017) [Электронный ресурс] // СПС КонсультантПлюс.
2. Федеральный закон от 29.11.2001 N 156-ФЗ (ред. от 03.07.2016) «Об инвестиционных фондах» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2017) [Электронный ресурс] // СПС КонсультантПлюс.
3. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (утв. Минэкономки РФ, Минфином РФ, Госстроем РФ 21.06.1999 № ВК 477) [Электронный ресурс] // СПС КонсультантПлюс.
4. Кузина С.В., Кузин П.К., Викторов Е.В. Методические рекомендации по оценке экономической эффективности инновационных проектов / под общей ред. С.В. Кузиной. Тверь : Твер.гос.ун-т, 2013. 56 с.
5. Кузина С.В., Кузин П.К. Управление рисками инвестиционного проекта в условиях неопределённости: моногр. Тверь : Твер.гос.ун-т, 2013. 71 с.

INNOVATIVE PROJECT FINANCING FEATURES

S.V. Kuzina¹, M.I. Minina²

^{1,2}Tver State University, Tver

The article considers the mechanism of innovative project financing through a closed-end unit fund of direct long-term investments. The effectiveness of this mechanism is shown on the example of the project «Organization of spin-off company “Oculist Ltd”».

Keywords: *project financing, innovation, mutual fund, project evaluation methods.*

Об авторах:

КУЗИНА Светлана Викторовна – кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансов» Института экономики и управления Тверского государственного университета, г. Тверь; e-mail: sv_kuzina@mail.ru; тел. 8 (903) 801-72-77.

МИНИНА Мария Игоревна – бакалавр экономики, студентка первого курса магистратуры Института экономики и управления Тверского государственного университета, профиль «Финансы и кредит», направление «Финансовый менеджмент, учёт и анализ рисков», г. Тверь; e-mail: miningoscha@yandex.ru; тел. 8 (961) 142-55-69

About the authors:

KUZINA Svetlana Viktorovna – Ph.D., Associate Professor of the Department «Finance» of the Institute of Economics and Management of Tver State University, Tver; e-mail: sv_kuzina@mail.ru; tel. 8 (903) 801-72-77.

MININA Marija Igorevna – Bachelor of Economics, first year student of Magistracy Institute of Economics and Management of Tver State University, the profile of «Finance and Credit», direction «Financial management, accounting and risk analysis», Tver; e-mail: miningoscha@yandex.ru; tel. 8 (961) 142-55-69

References

1. O bankah i bankovskoj dejatel'nosti: Federal'nyj zakon ot 02.12.1990 № 395-1 (v red. ot 5.04.2016 g.) [Jelektronnyj resurs]. - Rezhim dostupa: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5842/
2. Ob investicionnyh fondah: Federal'nyj zakon ot 29.11.2001 № 156-FZ (v red. ot 2.06.2016 g.) [Jelektronnyj resurs]. - Rezhim dostupa: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34237/
3. Metodicheskie rekomendacii po ocenke jeffektivnosti investicionnyh proektov (utv. Minjekonomiki RF, Minfinom RF, Gosstroem RF 21.06.1999 N VK 477). Rezhim dostupa: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_law_28224/
4. Kuzina S.V., Kuzin P.K., Viktorov E.V. Metodicheskie rekomendacii po ocenke jekonomicheskoj jeffektivnosti innovacionnyh proektov/ pod obshej red. S.V. Kuzinoj. Tver': Tver.gos.un-t, 2013. 56 s.
5. Kuzina S.V., Kuzin P.K. Upravlenie riskami investicionnogo proekta v uslovijah neopredeljonnosti: monografija. Tver', Tver.gos.un-t, 2013. 72s.