



МИНОБРНАУКИ РОССИИ

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования

«МИРЭА – Российский технологический университет»

**РТУ МИРЭА**

Институт Информационных технологий

Кафедра Инструментального и прикладного программного обеспечения

## **САМОСТОЯТЕЛЬНАЯ РАБОТА СТУДЕНТОВ**

**по дисциплине**

«Управление проектами»

**по теме**

«Источники финансирования проектов»

Студенты группы ИКБО-02-15

Апальков П.Ю.

Титов Д.А.

Зачтено

Богорадникова А.В.

Москва 2018

## **Введение**

Стоимость инвестиционного проекта, выраженная объемом необходимых инвестиционных затрат по нему, должна быть обеспечена соответствующими источниками его финансирования. Формирование системы таких источников финансирования является одной из важнейших функций финансового управления проектом на стадии его подготовки.

Под финансированием инвестиционного проекта понимается процесс выбора источников формирования инвестиционных ресурсов, необходимых для его реализации в предусматриваемом объеме, а также обеспечение наилучших условий их привлечения.

В процессе обоснования схемы и источников финансирования инвестиционного проекта решаются следующие основные задачи:

- Обеспечение реализации проекта необходимыми инвестиционными ресурсами в полном соответствии с объемом предусматриваемых инвестиционных затрат по нему.
- Определение необходимой "доли участия инициатора проекта в общем объеме его финансирования.
- Минимизация средневзвешенной стоимости инвестиционных ресурсов, привлекаемых для реализации проекта.
- Минимизация уровня инвестиционного риска, связанного с выбором источников финансирования проекта.
- Обоснование схемы и источников финансирования инвестиционного проекта, обеспечивающих его реализацию, строится по следующим основным этапам:

### **1. Идентификация инвестиционного проекта по основным характеристикам, определяющим условия его финансирования.**

Такая идентификация осуществляется на **основе** классификационных признаков инвестиционных проектов. К числу основных из таких признаков,

влияющих на выбор схемы и источников финансирования проекта, относятся следующие:

- *Функциональная направленность проекта.* Так, инвестиционные проекты реновации финансируются, как правило, за счет собственных инвестиционных ресурсов; инвестиционные проекты санации требуют привлечения значительного объема кредитных средств; инвестиционные проекты развития могут быть поддержаны широким спектром инвестиционных ресурсов, формируемых из внешних источников.
- *Целевая направленность проекта.* Этот признак определяет степень заинтересованности отдельных внешних инвесторов в участии в инвестиционном проекте, иницируемом предприятием. Наименьший уровень такой заинтересованности внешних инвесторов вызывают инвестиционные проекты, обеспечивающие решение социальных, экологических и других внеэкономических целей предприятия. Соответственно, наибольший уровень такой заинтересованности вызывают у внешних инвесторов инвестиционные проекты, обеспечивающие выпуск новых наукоемких видов продукции с использованием принципиально новых технологий и современных технических средств; проекты, направленные на заполнение рыночных ниш с высоким потенциальным объемом спроса и ряд других.
- *Совместимость реализации отдельных проектов.* Инвестиционные проекты, независимые от реализации других проектов предприятия, могут быть выделены в самостоятельные хозяйственные единицы с соответствующей долей в капитале внешних инвесторов, что повышает их интерес к финансированию и реализации. И наоборот, инвестиционные проекты, зависящие от реализации других проектов предприятия, повышают уровень риска для сторонних инвесторов и кредиторов, что приводит к снижению их интереса к ним и удорожанию стоимости привлекаемых инвестиционных ресурсов.
- *Период реализации проекта.* Чем ниже проектный цикл, тем меньший уровень инвестиционного риска генерирует проект, тем быстрее осу-

ществляется возврат вложенного в него капитала, что позволяет привлекать инвестиционные ресурсы с более низким уровнем их стоимости. И наоборот, высокая продолжительность проектного цикла определяет более высокую стоимость привлечения инвестиционных ресурсов, с одной стороны, и ограничивает возможный круг инвесторов и кредиторов, способных отвлекать свой капитал из оборота на большой период, с другой.

- *Стоимость проекта (объем необходимых инвестиционных ресурсов по нему).* Небольшие инвестиционные проекты предприятия могут финансироваться с существенной долей его участия в формировании инвестиционных ресурсов. В то же время крупные инвестиционные проекты требуют широкого привлечения капитала внешних инвесторов и кредиторов.

Идентификация инвестиционного проекта по рассмотренным его характеристикам позволяет конкретизировать направления поиска оптимальных схем и источников его финансирования.

## **2. Выбор системы финансирования проекта.**

В современной практике управления проектами используется две принципиальные системы их финансирования — система традиционного финансирования проектов и система проектного финансирования.

*Система традиционного финансирования инвестиционных проектов* является наиболее распространенной в условиях экономики переходного периода, определяемой соответствующим низким уровнем развития финансового рынка, недостаточными объемами свободного капитала у хозяйствующих субъектов и финансовых институтов, низкой правовой защищенностью иностранных инвесторов. Этой системе финансирования инвестиционных проектов присущи следующие основные особенности:

- основным организатором финансирования инвестиционного проекта выступает его инициатор. Он самостоятельно выбирает схему финансирования проекта, определяет возможный состав источников

формирования необходимых инвестиционных ресурсов и ведет необходимые переговоры с потенциальными инвесторами и кредиторами;

- одним из обязательных источников финансирования инвестиционного проекта выступают собственные внутренние источники формирования инвестиционных ресурсов (капитализируемая часть чистой прибыли, амортизационные отчисления и т.п.) хозяйствующего субъекта — инициатора проекта;
- доходы от реализации проекта получает преимущественно его инициатор. Часть доходов, полученных в процессе реализации проекта, его инициатор имеет возможность направлять на обеспечение развития других видов своей хозяйственной деятельности (на реализацию других инвестиционных; проектов);
- финансовую, ответственность перед кредиторами в случае неуспеха реализации инвестиционного проекта (неполучения ожидаемого инвестиционного дохода для своевременного обслуживания и возврата кредита) несет его инициатор, отвечая при этом размерами всего своего имущества (а не только имуществом проекта). Для погашения своих обязательств перед кредиторами проекта его инициатор может использовать доходы от других видов своей хозяйственной деятельности.

Система традиционного финансирования инвестиционных проектов может быть использована предприятием для любых форм его реального инвестирования и для любых видов проектов.

**Система проектного финансирования** получила широкое использование в странах с развитой рыночной экономикой как наиболее прогрессивная. Отдельные элементы этой системы могут быть успешно использованы и в современной отечественной практике (по мере развития экономики страны, ее финансового рынка и правовых основ хозяйствования проектное финансирование сможет быть использовано в полном объеме).

Под проектным финансированием понимается такая система его организации, при которой обслуживание финансовых обязательств перед кредиторами и инвесторами, привлекаемыми к участию в инвестиционном проекте, осуществляется исключительно за счет доходов, получаемых в процессе его реализации.

Системе проектного финансирования присущи следующие основные особенности:

- инвестиционный проект организуется в форме самостоятельного хозяйствующего субъекта — "проектной компании". Условием такой организационной обособленности является независимость инвестиционного проекта от других проектов его инициатора;
- организатором финансирования инвестиционного проекта является не только его инициатор, но и другие его участники — учредители проектной компании, выступающие в роли кредиторов или инвесторов. Это позволяет формировать круг участников финансирования проекта в наиболее широком диапазоне;
- финансирование проекта носит строго целевой характер. Любое нецелевое использование формируемых инвестиционных ресурсов учредителями и участниками проекта рассматривается как нарушение ими контрактных обязательств и вызывает предъявление соответствующих санкций;
- доход по проекту получают все его участники (а не только его инициатор). Источником формирования этого дохода и обеспечения возврата вложенного капитала выступает чистый денежный поток, формируемый в процессе реализации инвестиционного проекта. Обеспечение финансовых обязательств распространяется только на имущество проектной компании (т.е. самого инвестиционного проекта);
- инвестиционные риски распределяются между всеми участниками проекта [risk sharing]. Различные виды этих рисков возлагаются на тех участников инвестиционного проекта, с деятельностью кото-

рых связано их генерирование, и которые имеют наилучшие возможности их диверсификации и страхования;

- для оценки "жизнеспособности проекта", под которой понимается степень реальности возврата вложенного капитала и получения требуемого инвестиционного дохода с учетом уровня инвестиционных рисков, проектное обоснование, предоставляемое потенциальным его учредителям и участникам, должно быть основано на максимально широкой информационной базе с разбором альтернативных вариантов возможного развития факторов внешней среды;
- право контроля реализации проектами использования сформированных инвестиционных ресурсов предоставляется всем участникам проекта;
- в процессе организации проектного финансирования необходимо заранее предопределить формы выхода участников из инвестиционного проекта, так как по истечении проектного цикла проектная компания завершает свою деятельность.

В сравнении с системой традиционного финансирования инвестиционных проектов система проектного финансирования имеет ряд преимуществ. Одним из таких преимуществ является возможность использования разнообразных форм кредита и различных групп кредиторов, что позволяет формировать заемные инвестиционные ресурсы на более выгодной основе. Важным преимуществом системы проектного финансирования является высокий потенциал формирования больших объемов инвестиционных проектов, что особенно актуально для финансирования крупных инвестиционных ресурсов. К преимуществам системы проектного финансирования следует отнести и то, что в структуре формируемых инвестиционных ресурсов содержится гораздо большая доля заемных средств, что обусловлено широким участием кредиторов в составе участников проекта. И наконец, к числу важных преимуществ системы проектного финансирования следует отнести и то, что для инвесторов — учредителей проекта — получение кредитных ресурсов для реализации проекта не отражается в составе их ба-

ланса, поскольку оно относится на баланс проектной компании. Такое забалансовое отражение кредита, связанного с инвестиционной деятельностью (offbalance sheet liability), формально не снижает их финансовой устойчивости при оценке другими кредиторами, а соответственно не вызывает удорожания кредита, привлекаемого для осуществления других видов хозяйственной деятельности.

### **3. Выбор схемы финансирования проекта.**

Такой выбор определяется системой финансирования, обоснованной исходя из характеристик инвестиционного проекта.

**В системе традиционного финансирования** основными схемами финансирования инвестиционных проектов являются:

*Полное внутреннее самофинансирование.* Оно предусматривает финансирование инвестиционного проекта исключительно за счет собственных финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников. Такая схема финансирования, характеризуемая в зарубежной практике термином «финансирование без левириджа» [unlevered], характерна лишь для первого этапа жизненного цикла предприятия, когда его доступ к заемным источникам капитала затруднен, или для реализации небольших реальных инвестиционных проектов.

*Акционирование.* Как основная схема финансирования акционирование используется обычно для реализации крупномасштабных проектов при отраслевой или региональной диверсификации инвестиционной деятельности. Оно состоит в объявлении открытой подписки на акции создаваемого предприятия для физических и юридических лиц.

*Кредитное финансирование.* Схема кредитного финансирования применяется, как правило, для реализации небольших краткосрочных инвестиционных проектов с высокой нормой рентабельности инвестиций. Эта схема финансирования применяется в отдельных случаях и для реализации



среднесрочных инвестиционных проектов при условии, что уровень рентабельности по ним существенно превышает ставку процента по долгосрочному финансовому кредиту.

*Государственное финансирование.* Оно представляет собой ассигнования из бюджетов различных уровней, предоставляемые предприятию на безвозвратной основе для реализации определенного его инвестиционного проекта.

Такое финансирование осуществляется в форме инвестиционной поддержки приоритетных с позиций экономического развития или социальной значимости отраслей, как правило, на конкурсной основе.

*Смешанное финансирование.* Эта схема финансирования предусматривает формирование капитала создаваемого предприятия за счет как собственных, так и заемных его видов, привлекаемых в различных пропорциях. На первоначальном этапе функционирования предприятия доля собственного капитала (доля самофинансирования инвестиционного проекта) обычно существенно превосходит долю заемного капитала (долю кредитного его финансирования).

**В системе проектного финансирования** основными схемами финансирования инвестиционных проектов являются:

*Финансирование с правом полного регресса* [full resource financing]. Такая схема проектного финансирования предусматривает обязательство заемщика (проектной компании, инициатора проекта) полностью удовлетворить все требования кредитора вне зависимости от результатов реализации инвестиционного проекта. При такой схеме финансирования кредитор, не являясь участником проекта, полностью избавлен от его риска (это не относится к тем кредиторам, которые вошли в состав учредителей проектной компании). Финансирование с правом полного регресса осуществляется при наличии устанавливаемой системы гарантий. Хотя при этом нарушается один из принципов проектного финансирования, связанный с разделением рисков, стоимость такого кредитования относительно невысока, а кредитные ресурсы могут быть предоставлены в короткий срок.

*Финансирование с правом частичного регресса* [limited resource financing]. При такой схеме финансирования кредиторы имеют ограниченное право перевода на заемщика финансовой ответственности по своевременному обслуживанию и погашению кредита. Эта схема финансирования предусматривает принятие каждым из участников проекта только тех рисков его реализации, которые зависят непосредственно от его деятельности. Соответственно степени этих рисков формируется и уровень доходов его участников. Такая система финансирования инвестиционных проектов, при которой каждый из участников принимает на себя конкретные обязательства и соответствующие риски, стимулирует их к эффективному выполнению своих обязательств, а соответственно повышает общий уровень реализуемого проекта.

*Финансирование без права регресса* [non-resource financing]. Особенностью этой схемы проектного финансирования является то, что ни один из кредиторов-участников проекта не получает никаких гарантий от заемщика относительно своевременного обслуживания или возврата вложенного капитала, т.е. в полной мере наряду с другими участниками проекта принимает на себя все риски, связанные с его реализацией. Так как уровень таких рисков для кредитора довольно высок, он рассчитывает на получение более высокого дохода при предоставлении своего капитала, что возможно только по проектам, обеспечивающим существенные конкурентные преимущества на рынке при их реализации, связанным с использованием принципиально новых технологий, разработкой новых продуктов и т.п.

Выбор схемы финансирования проекта зависит от идентифицированных его характеристик; финансовых возможностей предприятия-инициатора проекта; финансового менталитета его учредителей; конъюнктуры финансового рынка и других условий.

#### **4. Выбор источников финансирования проекта (состава инвесторов и кредиторов проекта).**

Процесс выбора конкретных источников финансирования инвестиционного проекта осуществляется на основе избранной системы и схемы его финансирования с учетом конкретных его особенностей, выявленных в процессе идентификации. К финансированию инвестиционного проекта могут быть привлечены многие виды инвесторов и кредиторов в разнообразных формах участия.

Если предприятие-инициатор проекта не обладает достаточным уровнем финансовой гибкости, а сам проект не может заинтересовать сторонних инвесторов, то выбор источников финансирования определяется его реальными возможностями привлечения инвестиционных ресурсов.

Если же предприятие-инициатор проекта обладает достаточным уровнем финансовой гибкости, а проект имеет достаточную инвестиционную привлекательность, то в процессе выбора источников его финансирования, решает-ся ряд альтернатив. К числу основных из таких альтернатив, требующих оценки и принятия соответствующих инвестиционных решений, относятся:

- в какой форме финансировать приобретение отдельных видов основных средств — путем лизинга или покупки,
- за счет каких источников формировать заемные инвестиционные ресурсы — банковского кредита, облигационного займа и т.п.,
- какие виды банковского кредита в наибольшей степени подходят для финансирования данного инвестиционного проекта,
- осуществлять ли привлечение собственных финансовых ресурсов путем единой эмиссии акций, обеспечивающей потребность в инвестиционных ресурсах на весь проектный цикл, или путем ряда дополнительных их эмиссий в соответствии с потребностями отдельных периодов проектного цикла?

Критерием принятия таких управленческих решений является минимизация стоимости привлечения и эффективное использование инвестиционных ресурсов по рассматриваемому проекту.

## **5. Определение необходимого объема инвестиционных ресурсов в разрезе источников финансирования проекта.**

На этом этапе исходя из уровня кредитоспособности (кредитного рейтинга), а также степени инвестиционной привлекательности проекта на основе конкретных переговоров с потенциальными кредиторами и инвесторами определяется объем их финансового участия в реализации инвестиционного проекта. Соотношение объемов привлекаемых инвестиционных ресурсов из различных источников оптимизируется по критерию минимизации средневзвешенной их стоимости.

## **6. Распределение поступления инвестиционных ресурсов по источникам финансирования проекта в разрезе отдельных периодов проектного цикла.**

Такое распределение осуществляется исходя из ранее определенного объема инвестиционных затрат в разрезе отдельных периодов жизненного цикла проекта, видов этих затрат и особенностей их финансирования. Планируемый общий объем поступления инвестиционных ресурсов в разрезе отдельных периодов и по проекту в целом должен быть сбалансирован с проектируемой суммой инвестиционных затрат по нему.