



Hybrid project financing mechanisms

Ekaterina Zhiltsova

CEMI RAS

Moscow, Nakhimovsky prospect 47

Abstract

In this paper we consider hybrid funding mechanisms that combine elements of debt and equity investments. It is suggested to use economic indicators to obtain predictions that allow investors to make decisions regarding the scope and parameters of the transaction.

Keywords list (en): investments, institutional investor, the subordinated loan, mezzanine credit, convertible loan

Date of publication: 03.02.2019

Citation link:

Zhiltsova E. Hybrid project financing mechanisms // Herald of CEMI. – 2018. – V. 1. – Issue 4 [Electronic resource]. URL: <https://cemi.jes.su/s265838870000174-4-1/> (circulation date: 26.09.2021). DOI: 10.33276/S0000174-4-1

1 Технологическое развитие сопровождается совершенствованием механизмов взаимодействия между участниками инновационного процесса. Финансирование новых проектов возможно как за счет собственных средств, так и за счет заимствований, формы которых разнообразны – это и банковские кредиты, и довольно сложные схемы с использованием залога акций компании-заемщика, предоставления права приобретения инвестором пакета акций компании-заемщика по заранее оговоренной цене и т.п.

2 Крупные компании, ведущие разработки новых технологических процессов, непрерывно обновляющие ассортимент выпускаемых товаров, имеют свой инвестиционный капитал, который создается из прибыли от внедрения инноваций, а затем используется для последующих разработок. Иное положение у среднего и малого бизнеса. Даже обладая перспективной инженерной или маркетинговой идеей, сулящей высокую норму прибыли от ее реализации, бизнесмен часто сталкивается с трудностями финансирования. На ранней стадии разработки проекта, когда инвесторы не уверены в получении гарантированной прибыли от будущего производства, предприниматель испытывает значительные трудности с финансированием и вынужден прибегать к займам, часто с требованием залога, под высокий

процент, с жесткими условиями относительно показателей эффективности проекта. В этом случае оправдано обращение предпринимателя к институциональным инвесторам, которые, обладая профессиональными навыками и опытом, могут предложить более сложные и эффективные схемы заимствования и обеспечить более эффективное управление инвестиционными ресурсами.

3 Одним из инструментов финансового рынка является мезонинный кредит (от итальянского «mezzano» - «средний, промежуточный»), который сочетает элементы долгового финансирования с прямыми инвестициями в капитал компании. Мезонинный кредит — это субординированный кредит второй очереди (после банковского кредита), обеспеченный залогом акций или долей компании-заемщика. В случае его использования инвестор получает не только проценты за предоставленный кредит, но и возможность участвовать в управлении компанией-заемщиком. Основатель бизнеса получает дополнительное финансирование после банковского кредита (банки, как правило, не дают в долг больше 50% стоимости проекта), что позволяет бизнесмену (компании) браться за проекты, имея всего 30% необходимых для реализации проекта средств.

4 Другая возможность для предпринимателя – использование конвертируемого займа (Лурье, 2015). Конвертируемый долг предполагает, что должник имеет возможность расплатиться по кредиту путем передачи своих акций по заранее условленной цене. Кредитор в этом случае получает не только проценты за предоставленные средства, но и прирост стоимости акций заемщика. Для кредитора такая схема выгодна, если бизнес растет и привлекает других инвесторов, в этом случае он получает более высокую доходность от своих финансовых ресурсов и имеет оправданную мотивацию для поддержки проекта. Основатель бизнеса получает более дешевое финансирование по сравнению с банковскими кредитами, менее жесткие требования к финансовым показателям, экономию на расходах по обслуживанию долга.

5 Зарубежный опыт показывает, что использование механизма конвертируемого долга позволяет обеспечить баланс интересов производителя и инвестора. В России, когда принят курс на технологическое обновление производства, потребность в схемах финансирования, дающих возможность инновационного развития малому и среднему бизнесу, будет возрастать по мере подъема отечественной экономики.

6 В российском праве отсутствуют понятия «конвертируемого долга» и «конвертируемого займа», но понятие «конвертация» имеет место, хотя и понимается как приобретение права собственности на ценные бумаги в обмен на другие ценные бумаги. Поэтому механизм конвертации у нас реализуется как заключение между кредитором и должником соглашения о предоставлении конвертируемого займа в виде отдельного документа или согласования особых условий договора займа, подробно описывающих все условия конвертации. При этом используются принцип приоритета договоренностей сторон над общими нормами закона и максимальной свободы договора в отношениях между предпринимателями. Договоренности между предпринимателем (фирмой, акционерным обществом) и кредитором имеют форму:

7 а) рамочных соглашений, в которых оговариваются размер, сроки и условия сделки (конвертация может быть автоматической или по требованию кредитора), скидки на текущую стоимость акции при конвертации долга; рамочные соглашения могут также включать средства защиты кредитора от ситуации, когда цена акций заемщика падает ниже минимально установленной цены, в этом случае кредитор вправе продать свою долю (акции) другим акционерам по заранее установленной цене;

8 б) соглашений о субординировании, в которых определяется, какие кредиторы получают выплаты первыми, если заемщик не может выполнить обязательства перед всеми кредиторами;

9 в) акционерных соглашений, определяющих так называемое контрольное право – возможность назначать в совет директоров фирмы-заемщика своего представителя с правом вето при принятии решений о продаже или реорганизации компании.

10 Условия могут устанавливать предельную величину сделки, чтобы не допускать так называемого размывания капитала, когда цена акций падает вследствие бесконтрольного дополнительного их выпуска; регламентировать очередность исполнения обязательств по займам, поскольку у заемщика может быть много кредиторов с разными формами заимствования; предоставлять инвестору гарантию обратной покупки, т.е. в случае, если цена акций, на которые может быть обменен долг, не увеличится после привлечения долгового финансирования, должник обязан выкупить их обратно по заранее установленной цене; также могут быть прописаны условия, гарантирующие получение дополнительной прибыли инвестором в случае дефолта заемщика, продажи или ликвидации его компании до наступления срока погашения долга.

11 Правительством РФ утверждена «Стратегия развития отрасли информационных технологий в Российской Федерации на 2014 - 2020 годы и на перспективу до 2025 года», в которой отмечено несовершенство институциональных условий ведения бизнеса по ряду направлений, и для стимулирования корпоративного развития и развития малого бизнеса признано необходимым «усиление работоспособности акционерных соглашений и механизмов опционных программ в российской юрисдикции, а также инкорпорирование в российское право конвертируемых займов и других стандартных мировых инвестиционных механизмов» (Распоряжение Правительства РФ от 01.11.2013 № 2036-р, 2013). Совершенствование российского законодательства должно существенно снизить риски для инвесторов, связанные с отсутствием достаточного перечня юридических норм, а также судебной практики по вопросам привлечения в бизнес инвестиций с использованием описанного выше финансового механизма.

12 Другим ключевым вопросом по инвестициям в инновационные процессы является следующий: какие знания может предоставить экономическая наука для более уверенного использования российским бизнесом передового мирового опыта и опробованных на Западе финансовых инструментов? Решение финансировать развивающийся бизнес инвестор принимает, исходя из показателей бизнес-плана, который содержит анализ положения в отрасли и тенденции ее развития, план будущих финансовых потоков, оценки эффективности проекта, описание стратегической позиции компании, оценку рисков, связанных с проектом и др. При этом следует заметить, что невозможно достоверно спрогнозировать стоимость акций заемщика на ранних, «посевных», этапах финансирования, когда денежная оценка стартапа, не имеющего еще ни финансовой истории, ни готового продукта, основывается, преимущественно, на допущениях и вере в проект и его команду, а потому не может быть объективной и надежной.

13 Однако для некоторых видов конвертируемого долга (варранта) возможно оценить совокупный доход владельца от его исполнения по упрощенной формуле:

$$14 \quad E_w = n_w * \left(\frac{V_{\text{current}} - \text{Debt}_{\text{current}} + P_{\text{exercise}} * n_w}{n + n_w} - P_{\text{exercise}} \right)$$

15 где:

V_{current} – текущая рыночная стоимость заемщика,

$\text{Debt}_{\text{current}}$ – текущий размер долга заемщика,

P_{exercise} – цена исполнения варранта за одну акцию заемщика (может равняться фиксированной сумме, предусмотренной в варранте, или справедливой стоимости акции заемщика на момент исполнения варранта со скидкой или без таковой (в зависимости от условий варранта); уплачивается деньгами или погашением части задолженности по конвертируемому нотам),

n – количество выпущенных акций заемщика до исполнения варранта,

n_w – количество дополнительных акций заемщика, выпущенных при исполнении варранта (Stephen Ross, 2013)

16 Не менее важен прогноз будущей экономической динамики в отрасли, на которой основывается оценка рынка сбыта и соответствующие денежные поступления фирмы. Для

этого используются экономические индикаторы, например, индекс ВВП, биржевые индексы, различные индексы деловой активности по отдельным отраслям, показатели занятости, стоимости грузоперевозок и множество других индикаторов, используя которые по отдельности или в комбинации с другими, инвесторы пытаются оценить вероятность своих будущих успехов или неудач.

17 Еще один аспект сотрудничества инвестора и владельца бизнеса – это создать соглашение, учитывающее интересы обеих сторон, т.е. установить параметры конвертации, чтобы никто из участников сделки не воспринимал ее как несправедливую. Для таких случаев разрабатывается так называемая вычисляемая математическая модель, которая имитирует процесс развития бизнеса, рассчитывает потоки платежей и дает возможность подобрать параметры сделки, приемлемые для обеих сторон.

References:

1. Lur'e V., Melikhov E. Konvertiruemye zajmy: praktika SShA i vozmozhnosti primeneniya v Rossii. [ehlektronnyj dokument] (<http://terraexterna.ru/content/konvertiruemye-zajmy-praktika-ssha-i-vozmozhnosti-primeneniya-v-rossii.html>), 2016. S 2-6
2. Rasporyazhenie Pravitel'stva RF ot 01.11.2013 № 2036-r [ehlektronnyj dokument] (<http://government.ru/docs/all/89220/>) S.29
3. Stephen Ross, David Hillier, Randolph Westerfield i dr. Warrant Pricing and Black-Sholes Model. Corporate Finance, 2nd European Edition. McGraw-Hill Education. 2013.S.9

Гибридные механизмы финансирования проектов

Жильцова Екатерина Сергеевна

*Центральный экономико-математический институт РАН
Москва, Нахимовский проспект 47*

Аннотация

В работе рассматриваются гибридные механизмы финансирования, в которых сочетаются элементы долговых и прямых инвестиций. Предлагается использовать экономические индикаторы для получения прогнозов, позволяющих инвесторам принимать решения о возможности и параметрах сделки.

Ключевые слова: инвестиции, институциональный инвестор, субординированный заем, мезонинный кредит, конвертируемый заем

Дата публикации: 03.02.2019

Ссылка для цитирования:

Жильцова Е. С. Гибридные механизмы финансирования проектов // Вестник ЦЭМИ РАН. – 2018. – Т. 1. – Выпуск 4 [Электронный ресурс].

URL: <https://cemi.jes.su/s265838870000174-4-1/> (дата обращения: 26.09.2021). DOI: 10.33276/S0000174-4-1