

## Оценка кредитоспособности инвестиционного проекта: структура сделки

© 2011 А.С. Тютин

Самарский государственный экономический университет

E-mail: kafedra\_itemeo@mail.ru

В статье представлена система оценки кредитоспособности инвестиционного проекта, необходимая для принятия оптимальных с точки зрения распределения рисков между кредитором и заемщиком решений по параметрам кредитования инвестиционных проектов, одним из основных элементов которой выступает структурирование сделки по кредитованию.

*Ключевые слова:* инвестиционный проект, кредитование, структурирование сделки.

За последнее десятилетие прошлого века в России существенно сократились инвестиции в реальный сектор экономики. Основные потоки инвестиций направляются в экспортно-ориентированные отрасли. Низкий уровень развития инвестиционных процессов характерен для обрабатывающих производств. На устаревших основных фондах большинства российских предприятий невозможно произвести конкурентоспособную продукцию высокого качества, что обуславливает необходимость массового обновления средств производства и перехода в большинстве отраслей на новые современные, инновационные технологии. Реализация данной концепции является неотъемлемым условием модернизации экономики страны, преодоления ее сырьевой направленности, интеграции страны в мировое рыночное пространство на конкурентных началах.

Обновление основных фондов существующих предприятий, создание новых производств, строительство объектов жилой и коммерческой недвижимости вызывают необходимость значительных финансовых вложений, при этом интересы национальной экономики требуют наиболее полного использования внутреннего финансового потенциала. Однако в экономике России имеет место значительный разрыв между финансовым и реальным секторами экономики. В таких условиях роль банковской системы по аккумуляции временно свободных денежных средств и направлению их в финансирование реальных инвестиций трудно переоценить. В результате основным источником долгосрочных финансовых ресурсов, получаемых предприятиями на инвестиционные цели, в негосударственном секторе экономики России становятся банки, причем формой участия банков в инвестиционных проектах чаще всего выступает долгосрочный кредит.

Однако отвлечение финансовых ресурсов на длительный срок всегда связано с повышенным

риском, поэтому оценка рисков, эффективности инвестиций, надежности объекта вложений становится основным вопросом при принятии решения банком о выходе на рынок инвестиционного кредитования, необходимым условием успешности его работы на данном рынке, а следовательно, обуславливает и динамику развития инвестиций в реальные активы, как предпосылку качественного развития экономики страны. В самом общем виде эффективность инвестиционного проекта для банка выражается через его кредитоспособность. Кредитоспособность проекта – это комплекс параметров, необходимых для принятия банком положительного решения об участии в инвестиционном проекте в форме выдачи долгосрочного целевого кредита. Вопрос о возможности и целесообразности кредитования банком проекта всегда имеет многовариантный ответ, зависящий от параметров кредитования проекта, определение которых является агрегированной задачей анализа кредитоспособности инвестиционного проекта.

В результате проведенного автором исследования была сформирована система оценки кредитоспособности инвестиционного проекта, позволяющая комплексно оценить проект и определить условия его кредитования. Эти условия позволяют добиться оптимального с точки зрения распределения рисков и результатов участия в проекте, соотношения параметров кредита, дающих возможность обеспечить заинтересованность в заключении сделки как кредитора, так и инвестора (заемщика). Схематично система оценки кредитоспособности инвестиционного проекта проиллюстрирована на рис. 1.

Наибольший интерес в системе оценки кредитоспособности инвестиционного проекта представляет собой блок по формированию структуры сделки будущего кредитования и конкретизации ее условий. Именно на данном этапе банк получает возможность определить оптимальные

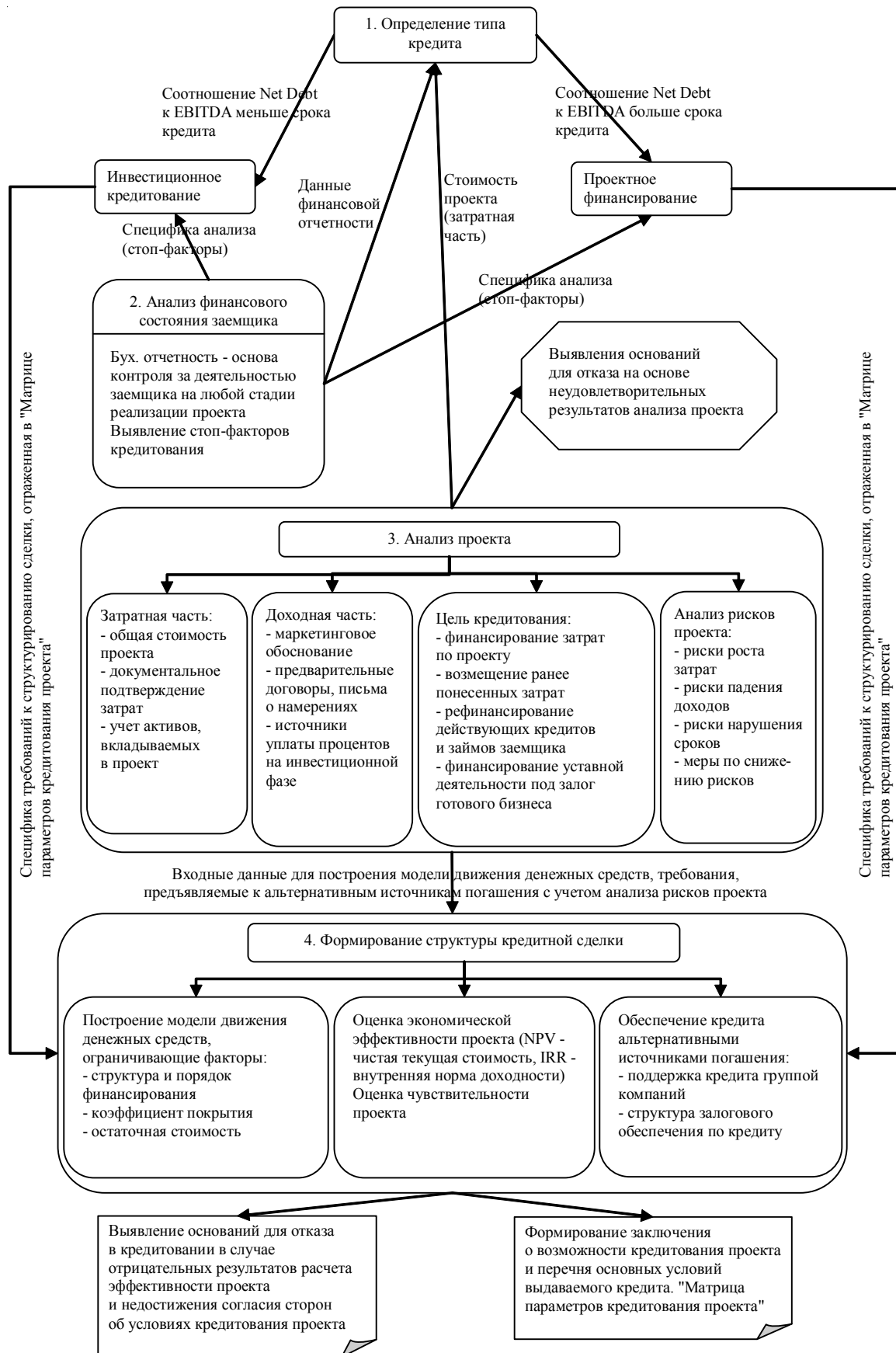


Рис. 1. Функциональная система оценки кредитоспособности инвестиционного проекта

с точки зрения рисков и доходности кредитования проекта условия, которые позволят минимизировать случаи возникновения просроченной задолженности, убытков банка от ее списания и способствовать успешному развитию операций инвестиционного кредитования. К основным факторам, ограничивающим сумму кредита, а следовательно и риски банка, относятся структура финансирования проекта, коэффициент покрытия долга и возможность учета остаточной стоимости проекта в последнем платеже в погашение кредита.

Структура финансирования проекта формируется на основе предложений заемщика и результатов анализа проекта. Она отражает источники, условия и формы финансирования проекта по следующим позициям: собственные средства (в том числе вложения участников проекта в уставный капитал); собственные средства заемщика; заемные средства (в том числе банковские кредиты; товарные кредиты; лизинг; облигационные займы); целевое финансирование (в том числе бюджетные средства; инвестиции третьих лиц). Собственные источники - собственный капитал заемщика, поступления денежных средств от обычных видов деятельности, займы, привлеченные от предприятий группы или экономически взаимосвязанных с заемщиком компаний, срок начала погашения которых выходит за дату погашения кредитов банка, выданных для реализации проекта. В общем виде рекомендуется планировать структуру финансирования проекта таким образом, чтобы средства банка использовались после вложений в проект собственных средств и средств участников с целью снижения риска недофинансирования проекта и обеспечения максимальной заинтересованности заемщика в его успешной реализации. С позиции заемщика всегда предпочтительнее параллельное финансирование с соблюдением структуры финансирования на каждом этапе планирования. Это позволяет ускорить финансирование проекта и распределить риски инвестиционной фазы между заемщиком и банком, а также затраты заемщика до момента выхода на эксплуатацию проекта.

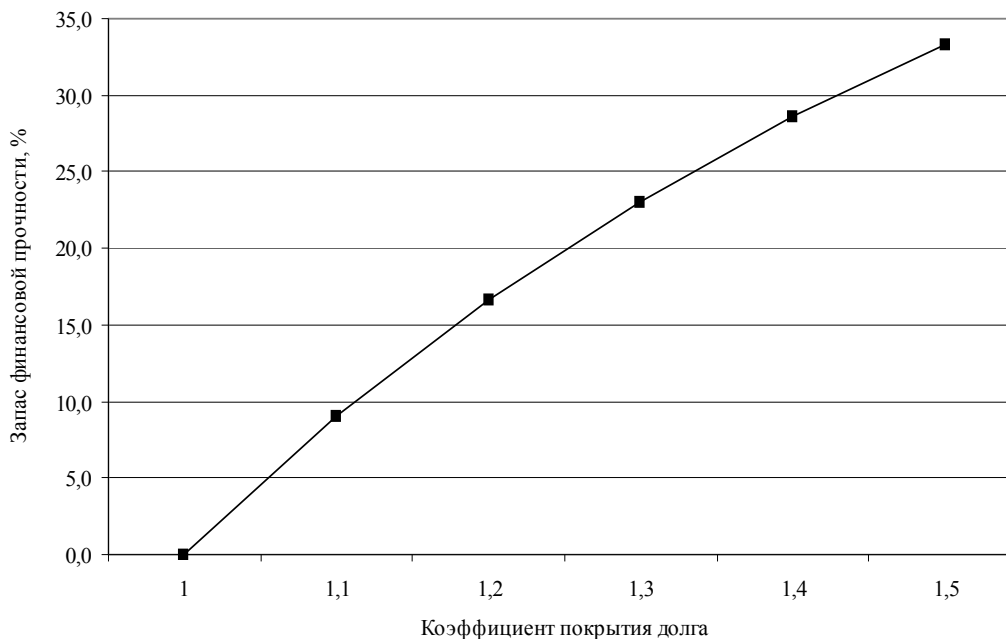
Другим фактором, сдерживающим риски банка в кредитовании проекта исходя из его доходной составляющей, является коэффициент покрытия долга, рассчитываемый как отношение генерируемого в течение каждого платежного периода чистого потока денежных средств, который может быть направлен на погашение основного долга и процентов, к планируемой сумме обслуживания задолженности за данный период по всем кредитным договорам предприятия. На

практике распространены следующие его значения: 1,4 для инвестиционного кредитования, 1,5 для проектного финансирования и более либеральное значение 1,1-1,25 для специфических операций инвестиционного кредитования заемщика под залог принадлежащего ему объекта коммерческой недвижимости либо предприятия как имущественного комплекса.

Применение такого подхода позволяет снизить риски банка в случае недостижения проектом планируемых параметров доходности, мотивировать заемщика в своевременном исполнении своих обязательств, поскольку уже на эксплуатационной стадии с учетом погашения кредита заемщик будет иметь положительные потоки денежных средств, проект для него будет содержать экономический эффект. С другой стороны, в случае успешной реализации проекта происходит накопление денежных средств заемщика, которые могли быть использованы для досрочного погашения кредита и снижения процентной нагрузки, что является неэффективным для заемщика с точки зрения финансового менеджмента. Зависимость коэффициентов покрытия и создаваемого запаса финансовой прочности проекта представлена на следующем графике (рис. 2).

По мнению автора, целесообразно осуществлять более гибкий подход к использованию нормативных коэффициентов покрытия долга. С целью их приведения в соответствие с основным ограничителем максимальной суммы кредита в области затратной составляющей - минимальной доли вложения в проект собственных средств заемщика (20 % для инвестиционного кредитования и 30 % для проектного финансирования) необходимо понизить нормативные значения коэффициента покрытия до 1,25 для инвестиционного кредитования (в распоряжении заемщика остается 20 % чистого денежного потока) и до 1,43 для проектного финансирования (30 % чистого денежного потока остается свободным для заемщика). Такой подход позволит более оптимально разделить риски и доходность проекта между инвестором и кредитором.

Достаточно важным вопросом, решаемым в ходе построения модели движения денежных средств, является так называемый учет реверсии, или остаточной стоимости проекта. Нередко заемщики с целью получения большей суммы кредита основываются на поддержке группой аффилированных компаний и(или) декларируют готовность реализовать на рынке часть инвестиционного проекта в конце срока кредитования. Как следствие, исходя из расчетных данных, можно утверждать, что возможности заемщика в



**Рис. 2. Коэффициенты покрытия долга и запас финансовой прочности проекта**

погашении кредита в последнем периоде резко возрастают, аналогичное увеличение происходит и с расчетной суммой кредита. Такой подход, несомненно, весьма рискован для банка, поскольку в подавляющем большинстве случаев это лишь расчетные значения, а не реальные денежные потоки, график погашения кредита становится менее равномерным, до последнего платежа значительная сумма кредита будет оставаться непогашенной. Положительным моментом для кредитора здесь выступает более высокий объем процентных доходов за счет все тех же диспропорций в графике погашения и увеличенной суммы кредита. Логичным выглядит ограничение доли последнего платежа в погашение кредита на уровне не более 30 % общей суммы кредита для инвестиционного кредитования и не более 20 % для проектного финансирования. Обязательным условием при этом должна являться поддержка проекта посредством предоставления поручительств основных компаний и конечных бенефициаров группы, а также положительная история взаимоотношений с заемщиком и(или) группой компаний.

По мнению автора, с целью расширения продуктовой линейки банка в области кредитования инвестиционных проектов, достижения согласия с клиентом по наиболее острым вопросам структуры кредитной сделки путем взаимных уступок и нахождения компромиссного решения по распределению рисков банк может пойти на послабления в ограничивающих факторах в случае ответных шагов заемщика, позволяющих компенсировать возникающие дополнительные риски

банка. Мнение автора о возможном расширении значений обязательных условий банка по расчету кредитоспособности проекта и мер, необходимых для компенсации рисков, представлено в таблице.

Матрица параметров кредитования проекта может быть расширена и дополнена, ее основные значения могут корректироваться коммерческими банками в зависимости от проводимой ими кредитной политики. Наличие в банке утвержденной матрицы параметров кредитования инвестиционных проектов позволит существенно расширить продуктовую линейку банка, вести открытый диалог с клиентами по наиболее острым проблемам при рассмотрении вопроса о выдаче кредита, стимулировать заемщиков к большей прозрачности во взаимоотношениях с банком и совершение действий, сокращающих риски банка по вступлению в проект. В конечном счете данные меры нацелены на развитие рынка кредитования инвестиционных проектов.

Учитывая особенности классических операций кредитования инвестиционных проектов и инвестиционного кредитования заемщика под залог готового бизнеса, а также тот факт, что на практике инвестиционные кредиты после выхода проекта на эксплуатационную стадию и достижения планируемого уровня доходности нередко рефинансируются кредитами банка "под залог готового бизнеса", что позволяет увеличить сумму кредитования, по мнению автора, целесообразна разработка инновационного продукта в области инвестиционного кредитования, сочетающего преимущества названных выше ти-

Матрица параметров кредитования проекта

Тип кредита	Структура финансирования (параллельн. фин.: да/нет)	Коэфф. покрытия (запас фин. прочности)	Доля последнего платежа	Обязательные требования по компенсации риска		
				Наличие твердого залога	Поддержка группы	История отношений с клиентом (группой)
Инвест. кред.	20/80 (нет)	1,25 (20%)	0%	√	-	-
	20/80 (да)	1,25 (20%)	30%	√	√	√
	10/90 (нет)	1,15 (13%)	0%	√	√	√
Проект. кред.	30/70 (нет)	1,43 (30%)	0%	Одно из требований по компенсации риска		
	30/70 (да)	1,43 (30%)	20%	-	√	√
	20/80 (нет)	1,30 (23%)	0%	√	√	-
Под залог готового бизнеса	До 70 % рын. стоимости	1,20 (17%)	0%	√	-	-
	До 70% рын. стоимости	1,20 (17%)	30%	√	√	√
	До 80% рын. стоимости	1,10 (9%)	0%	√	√	-

пов кредитования. Суть предложения в следующем: при расчете лимита кредитной линии составляются два варианта финансовой модели:

1) с коэффициентом покрытия 1,43 или 1,25 и долей собственных средств в финансировании проекта 30 или 20 %, соответственно (в зависимости от вида кредитования: проектное финансирование или инвестиционное кредитование);

2) с коэффициентом покрытия 1,1-1,2 в зависимости от выполненных заемщиком требований по компенсации рисков банка.

Дельта лимита кредитной линии, образовавшаяся в двух вариантах расчета финансовой модели, является суммой дополнительного финансирования заемщика по итогам завершения инвестиционной фазы реализации проекта при условии оформления в залог построенного объекта недвижимости (коммерческого и(или) производственного помещения) и земельного участка (права аренды на земельный участок) либо предприятия как имущественного комплекса, а также достижения запланированного уровня чистого денежного потока по проекту. В случае если речь идет о кредитовании инвестиционного проекта, не связанного с возведением или реконструкцией объектов недвижимости, либо залоговая стоимость таких объектов недостаточна для покрытия кредитных обязательств, в качестве залога может использоваться сторонний объект недвижимости и(или) оборудование, связанное с реализацией проекта и находящееся на балансе заемщика, с учетом достаточности его залоговой стоимости.

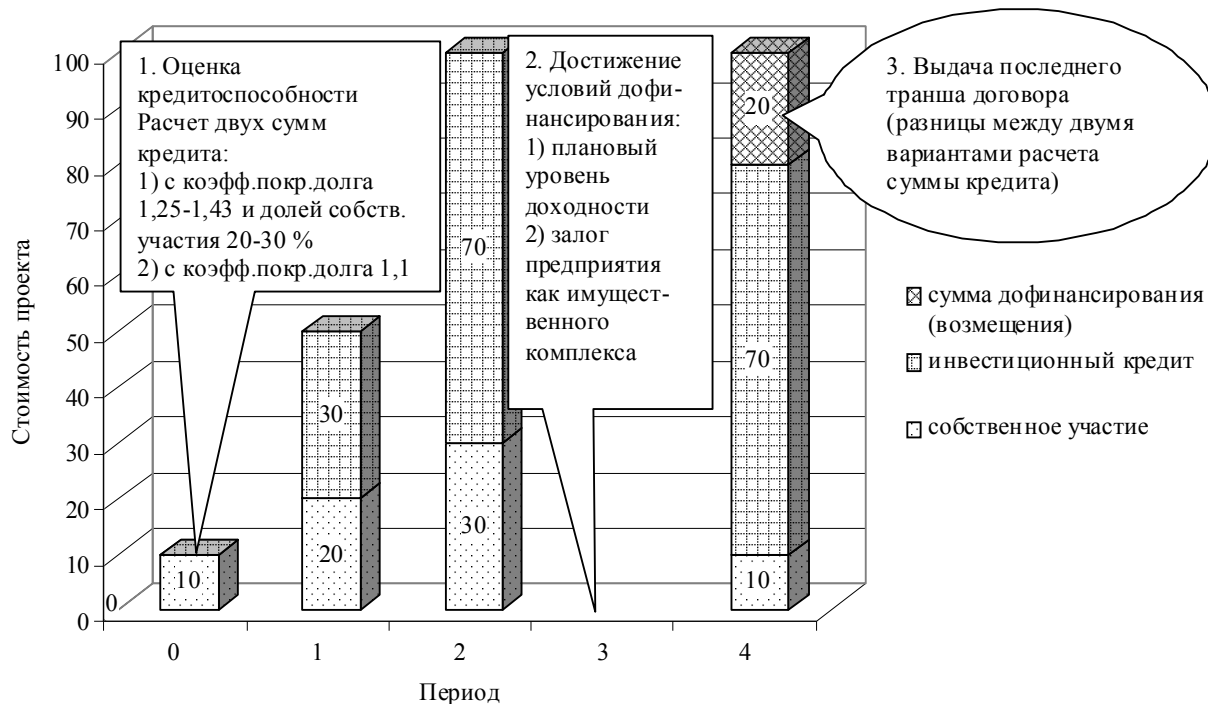
Сумма дофинансирования является последним траншем по договору о предоставлении кредита и выдается заемщику только после государственной регистрации в установленном законодательством Российской Федерации порядке

ипотеки объекта недвижимости либо предприятия как имущественного комплекса с учетом соблюдения параметров экономической модели по проекту и достижению запланированного уровня доходности к моменту выхода на эксплуатационную стадию. Подтверждением уровня доходности могут являться заключенные договоры на реализацию продукции и(или) услуг проекта, выписки с расчетных счетов заемщика, расшифровки статей баланса и пр. При необходимости может быть предусмотрен лаг времени (месяц, квартал или более) для определения соответствия доходности проекта плану. Схематично процесс финансирования инвестиционного проекта по предлагаемому кредитному продукту представлен на рис. 3.

Сумма дофинансирования может быть использована заемщиком для возмещения до двух третьих частей его собственных затрат по проекту, что стимулирует заемщика к соблюдению первоначально достигнутых договоренностей на наиболее рискованной инвестиционной стадии проекта и в ходе начала его эксплуатации. В результате внедрения данного кредитного продукта возможно достижение следующих положительных эффектов:

1) снижение временных затрат на рассмотрение вопроса о дофинансировании, поскольку в случае достижения условий касательно залога и обеспечения планируемого денежного потока по проекту, дополнительная сумма финансирования будет выдана автоматически, т.е. кредитующему подразделению и прочим службам не надо будет работать над еще одной заявкой;

2) определение будущей суммы размещения денежных средств и уровня доходности кредитования проекта;



**Рис. 3. Схема кредитования инвестиционного проекта под залог предприятия как имущественного комплекса**

3) создание дополнительного потенциала для роста качественного кредитного портфеля (при прочих равных условиях применение данных подходов позволит увеличить сумму кредитования по проекту на 10-20 % при умеренном уровне рисков);

4) расширение продуктовой линейки банка в области инвестиционного кредитования и проектного финансирования. Предложение клиенту гибкого кредитного продукта, более полно удовлетворяющего потребности заемщика, при неизменных затратах времени на принятие решения, оформление и регистрацию договоров и рисках банка по кредитованию;

5) создание дополнительного экономического стимула для соблюдения заемщиком установленных параметров бизнес-плана проекта на наиболее

рискованной инвестиционной стадии проекта и на первоначальном этапе его эксплуатации.

1. Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений: федер. закон от 25 февр. 1999 г. № 39-ФЗ.

2. Экономическая оценка инвестиций / под общ. ред. М. Римера. СПб., 2005.

3. Липсиц И.В., Коссов В.В. Экономический анализ реальных инвестиций: учебник. 3-е изд., перераб. и доп. М., 2007.

4. Кучарина Е.А. Инвестиционный анализ. СПб., 2006.

5. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов: (Вторая редакция) / М-во экон. РФ, М-во фин. РФ, ГК по стр-ву, архит. и жил. политике; рук. авт. кол.: В.В. Косов, В.Н. Лившиц, А.Г. Шахназаров. М., 2000.

Поступила в редакцию 04.02.2011 г.