

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЕКТ:

## Ваш бизнес за рубежом

В.Г. Поляков, д.э.н.



Trans Finance Solutions – 2017 год

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение .....	2
Глава 1. Основные понятия инвестиционной деятельности .....	4
Глава 2. Зачем нужны инвестиционные проекты? .....	9
Глава 3. Финансирование инвестиционных проектов .....	15
Глава 4. Проектные риски или почему инвестор не хочет вкладывать деньги .....	21
Глава 5. Как получить проектное финансирование? .....	30
Глава 6. Финансовый анализ .....	35
Глава 7. Экономическое обоснование инвестиционных проектов .....	44
Глава 8. Анализ чувствительности и рисков .....	52
Глава 9. Для чего служит бизнес – план? .....	61
Глава 10. Как сделать хороший бизнес-план? .....	68
Глава 11 Оценка готовности проекта для представления инвестору .....	75
Литература .....	80

## Введение

Решающим вопросом делового и жизненного успеха при организации бизнеса за рубежом является умение спланировать и реализовать свой деловой замысел как инвестиционный проект. Настоящая книга дает Вам полное представление о принципах и технологии разработки и финансирования инвестиционных проектов, проектного анализа, содержит рекомендации по проведению технико-экономических исследований, подготовке развернутых бизнес-планов и работе с инвесторами. Вы получите знания и навыки необходимые для создания нового бизнеса, получения финансирования, технико-экономического обоснования инвестиционных проектов, подготовки бизнес-планов и их экспертизы.

Вопрос «Каким должен быть бизнес-план для запуска бизнеса очень емкий. В нем спрятаны и дополнительные вопросы:

- Что писать, а что ни в коем случае?
- В какой форме?
- Может быть, лучше поручить это дело кому-нибудь?
- И кому?
- Сколько за это разумно заплатить?
- Будет ли он отвечать за то, что написал?

Начнем с того, что писать. Для реальных бизнес-планов характерны четыре важных момента:

1. Качество и точность исходных данных играет решающую роль, в т.ч.:
  - расчет себестоимости единицы продукции или услуг;
  - предположения о продажах;
  - предположения о накладных расходах;
  - предположения о прямых расходах.
2. Перевес на стороне качественных методов оценки (риска, чувствительности и т.д.).
3. Компактность (ничего лишнего, не запрошенного тем, для кого план делается);
4. Наглядность (фотографии, схемы, карты и т.д.) приветствуется.

Зная, что следует писать в бизнес-плане, можно лучше понять, что нельзя, касательно четырех моментов:

1. Продукция уникальна и не имеет аналогов (опять эти русские изобрели радио).
2. Рынок огромный и весь наш (торговец обувью рапортует из Африки: «Здесь все босые»).
3. Мы будем диктовать цены (см. п. 1).
4. Конкурентов нам нет (см. п. 2).

Структура бизнес-плана следующая (еще раз взгляните на четыре пункта выше):

- тщательный анализ сектора вашего рынка (это должен делать человек, знающий тему на месте);
- анализ конкуренции (с конкурентами придется как-то пообщаться – см. предыдущий пункт);
- детальное обоснование всех расходов на организацию и эксплуатацию бизнеса (реальные места, люди и цены);

- демонстрация источников финансирования (на 50% ваших денег всегда можно привлечь столько же);
- SWOT анализ (сильные и слабые стороны, возможности и угрозы);
- управление рисками — Risk Management (к этому пункту еще вернемся);
- анализ денежных потоков (cash flow) на пять лет (как правило, первый год – по месяцам, второй – по кварталам, далее единой цифрой на год).

Делать ли бизнес-план своими силами? Пожалуйста, если вы знаете процедуру достаточно хорошо, и можете посвятить этому делу все свое время в ближайшую пару месяцев. Если же нет, то лучше бизнес-план заказать (при этом самому принять в нем активное участие). Требования к разработчику:

1. Имеет профильное образование западного образца.
2. Десяток лет стажа в сфере инвестиционного анализа в реальном секторе экономики.
3. Работал «по обе стороны баррикад», т.е. со стороны инвестора (фонды, банки) и со стороны соискателя (консультационные фирмы).
4. Знает тему (данный бизнес, фонд, банк и т.д.) и готов к «живому» участию в сопровождении бизнес-плана (в т.ч. переделки плана по мере приближения к результату).

Требуется помощь? Обращайтесь к нам по e-mail [info@transfinancesolutions.com](mailto:info@transfinancesolutions.com) и вы получите ее.

## Глава 1. Основные понятия инвестиционной деятельности

Под инвестициями понимаются все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, вкладываемых в объекты предпринимательской деятельности, в результате которой образуется прибыль (доход) или достигается социальный эффект. В соответствии с действующими в Российской Федерации нормативными актами под долгосрочными инвестициями или капиталовложениями понимаются затраты на создание, увеличение размеров, а также приобретение внеоборотных активов длительного пользования на срок свыше одного года, не предназначенных для продажи.

В качестве имущественных и интеллектуальных ценностей рассматриваются:

- денежные средства, целевые банковские вклады, паи, ценные бумаги;
- здания, сооружения, оборудование, другие виды материальных ценностей;
- права пользования природными ресурсами, в т.ч. землей, водой, недрами и др.;
- авторские права, ноу-хау, опыт.

Важными условиями осуществления инвестиционной деятельности являются:

- зависимость прибылей участников сотрудничества от результатов хозяйственно - финансовой деятельности объекта;
- участие в управлении и контроле за использованием инвестиционных ресурсов и распределением прибыли;
- разделение между партнерами рисков, связанных с собственностью на ресурсы и получением прибыли;
- если речь идет об иностранных инвестициях, то участие двух или более партнеров разной государственной принадлежности в деле (предприятии) с целью получения прибыли за счет использования совместно представляемых финансовых, материальных и трудовых ресурсов.

Инвестиции делятся на частные и государственные, финансовые и интеллектуальные, зарубежные и внутренние, производственные (включая затраты на приобретения инвестиционных товаров) и потребительские (приобретение в основном бытовых предметов длительного пользования), прямые и портфельные.

В западной экономической литературе под прямыми инвестициями понимают прежде всего капиталовложения в создаваемые предприятия. Портфельными инвестициями считаются вложения в ценные бумаги, а также уставные капиталы других предприятий. В международной практике, к портфельным инвестициям также относятся займы на покрытие дефицитов платежных балансов стран - реципиентов, финансирование текущих расходов дочерних компаний иностранного владения, займы на покрытие местных затрат национальных компаний, в т.ч. товарные кредиты, обеспечивающие местный финансовый компонент при реализации инвестиционных проектов.

К интеллектуальным относят инвестиции "неосязаемой" собственности в информационные ресурсы, маркетинговые услуги, подготовку кадров, приобретение патентов, лицензий, ноу-хау, управленческие и другие услуги, если их приобретение

имеет самостоятельное значение и не связано с сооружением комплектных объектов.

Под инвестиционным проектом понимается программа вложения капитала с целью последующего получения доходов. В другом смысле, инвестиционный проект - это совокупность документов, регламентирующих разработку и реализацию такой программы в рамках инвестиционного цикла. Инвестиционный цикл - это период времени, в течение которого инвестор планирует отдачу от первоначально вложенного капитала. Весь период условно делится на три фазы развития инвестиционного проекта: прединвестиционную, инвестиционную и эксплуатационную (см. рис.).

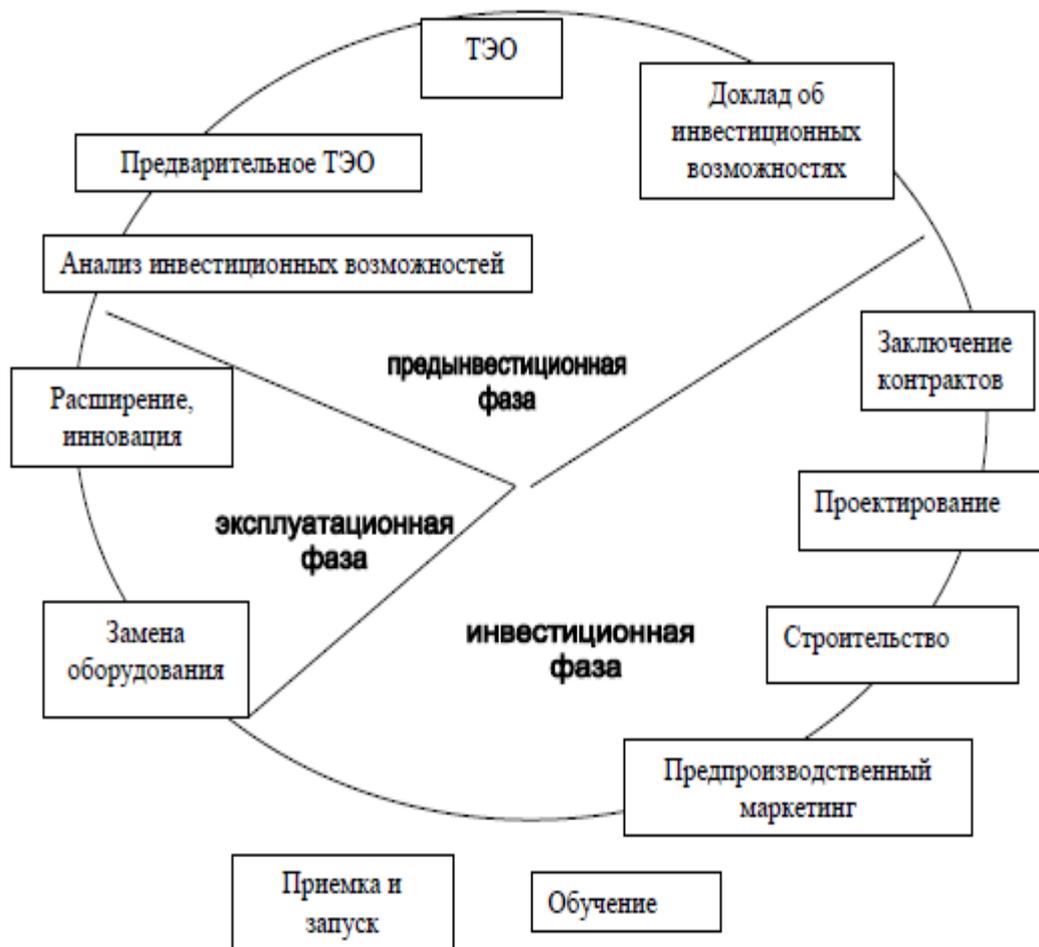


Рис. Прединвестиционная, инвестиционная и эксплуатационная фазы проектного цикла

На прединвестиционной фазе проект разрабатывается, готовится его технико-экономическое обоснование, проводятся маркетинговые исследования, осуществляется выбор поставщиков сырья и оборудования, ведутся переговоры с потенциальными инвесторами и участниками проекта (регистрация предприятия, оформление контрактов и т.д.) проводится эмиссия акций и т.д. Следующей является инвестиционная фаза. Принципиальное отличие этой фазы развития проекта от предыдущей и последующей фаз состоит, с одной стороны, в том, что начинают предприниматься действия, требующие гораздо больших затрат и носящие уже необратимый характер

(закупка оборудования или строительство), а с другой - проект еще не в состоянии обеспечить свое развитие за счет собственных средств.

Здесь формируются активы предприятий. Некоторые виды сопутствующих затрат (например, расходы на обучение персонала, проведение рекламных мероприятий, пуско - наладку и др.) частично могут быть отнесены на себестоимость продукции (как расходы будущих периодов), а частично капитализированы (как предпроизводственные затраты). С момента ввода в действие основного оборудования (в случае промышленных инвестиций) или по мере приобретения недвижимости или иного вида активов начинается третья фаза развития инвестиционного проекта - эксплуатационная. Этот период характеризуется началом производства продукции или оказания услуг и соответствующими поступлениями и текущими издержками.

Формализация и унификация подходов к разработке инвестиционных проектов потребовала применения стандартизированных методов. Наиболее эффективная попытка стандартизации была предпринята Международным центром промышленных исследований при ЮНИДО в 1972 году. Им было опубликовано "Руководство по оценке проектов", ставшее одним из важнейших литературных источников по инвестиционному проектированию. В конце 70-х начале 80-х годов под эгидой ЮНИДО были выпущены в свет еще несколько приближенных к практике изданий, ориентированных на специалистов среднего уровня и в большей степени нацеленных на постановку практической работы по разработке инвестиционных проектов.

Предынвестиционной фаза начинается с формирования инвестиционного замысла и определения инвестиционных возможностей. На предынвестиционной фазе развития проекта, проводится ряд технико-экономических исследований и ведется подготовка к началу осуществления проекта. Степень подготовленности исследований, в мировой практике называемых "предынвестиционными", может варьироваться в зависимости от требований инвестора, возможности их финансирования и времени, отведенного на их проведение. Принято выделять три уровня предынвестиционных исследований: исследование возможностей, подготовительные или предпроектные исследования, оценка осуществимости, или технико-экономические исследования.

В полном объеме трехуровневый подход применяется только в случаях достаточно крупных проектов, типа проектов строительства нового предприятия или организации нового производства. В то же время работы предынвестиционной фазы в значительной степени определяют успех или неудачу проекта в целом. Недостаточно или неправильно обоснованный проект будет обречен на серьезные трудности при его реализации, независимо от того, насколько успешно будут предприниматься все последующие действия.

Стоимость проведения предынвестиционных исследований в общей сумме капитальных затрат довольно велика. По данным ЮНИДО она составляет от 0,8% для крупных проектов до 5% при небольших объемах инвестиций. В общем случае результаты предынвестиционных исследований должны дать исчерпывающую характеристику инвестиционного проекта. Структура информации, прорабатываемой в ходе исследований, согласно рекомендациям ЮНИДО, выглядит следующим образом:

- цели проекта, его ориентация и экономическое окружение, юридическое обеспечение (налоги, государственная поддержка и т.п.);
- маркетинговая информация (возможность сбыта, конкуренция, перспективная программа продаж и номенклатура продукции, ценовая политика);
- материальные затраты (потребности, цены и условия поставки сырья, вспомогательных материалов и энергоносителей);
- место размещения с учетом технологических, климатических и иных факторов;

- проектно-конструкторская часть (выбор технологии, спецификация оборудования и условия его поставки, объемы строительства, конструкторская документация и т.п.);
- организация предприятия и накладные расходы (управление, сбыт и распределение продукции, условия аренды, графики амортизации оборудования и т.п.);
- кадры (потребность, обеспеченность, график работы, условия оплаты, необходимость обучения);
- график осуществления проекта (сроки строительства, монтажа и пуско-наладочных работ, период функционирования);
- коммерческая (финансовая и экономическая) оценка проекта.

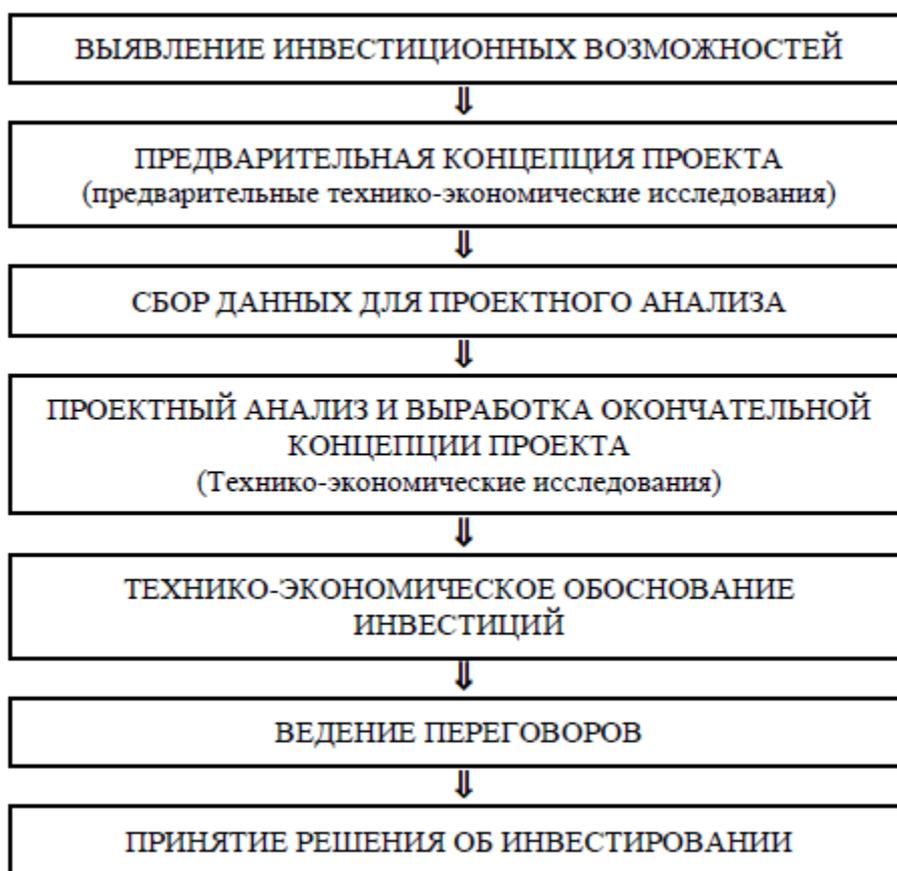


Рис. Порядок реализации предынвестиционной фазы проекта

Следующим шагом является технико-экономическое обоснование (ТЭО) целесообразности инвестиций. Обычно оно выполняется после предварительного одобрения инвестиционного предложения потенциальным инвестором и является завершающим документом для обоснования осуществимости и эффективности проекта. Необходимо отметить, что ТЭО инвестиций должно рассматриваться в расширенном смысле (соответствовать понятию Feasibility Study в методике ЮНИДО).

На этапе ТЭО завершается работа по оценке коммерческой состоятельности проекта, начатые на заключительном этапе проведения предынвестиционных исследований. Она должна основываться на информации, полученной

в процессе проектного анализа. Коммерческая оценка является ключевой при принятии потенциальным инвестором решения об участии в проекте.

Существуют два критерия коммерческой привлекательности инвестиционных проектов: "финансовая состоятельность" (финансовая оценка) и "эффективность" (экономическая оценка). Оба указанных подхода к оценке коммерческой привлекательности, изложенные в третьей части книги, взаимно дополняют друг друга. В первом случае анализируется ликвидность (платежеспособность) проекта в ходе его реализации. Во втором - акцент ставится на потенциальной способности проекта сохранить покупательную ценность вложенных средств и обеспечить достаточный темп их прироста.

Процесс работы над инвестиционным проектом не может быть полностью формализован. В частности, ценность результатов, полученных на стадии прединвестиционных исследований, в значительной степени определяется полнотой и достоверностью исходных данных, корректностью методов, использованных при их анализе, а также правильностью интерпретации результатов расчетов, зависящей от опыта и квалификации экспертов (консультантов). Кроме того, при анализе комплекса проблем, связанных с осуществлением инвестиционных проектов, должны приниматься во внимание факторы, которые не могут быть представлены только в количественном измерении, такие как степень соответствия целей проекта общей стратегии измерения, такие как степень соответствия целей проекта общей стратегии развития предприятия, наличие квалифицированной и работоспособной "управленческой команды", готовность реализаторов проекта капитализировать прибыль в интересах развития бизнеса и т.п.

## Глава 2. Зачем нужны инвестиционные проекты?

Инвестиционная деятельность в последние десятилетия развивается в рамках концепции управления проектами. Под проектом понимается процесс целенаправленного изменения технической или социально-экономической системы, переводящий ее из одного состояния в другое. В рамках такого подхода, "проект" понимается в существенно более широком смысле, чем это было принято ранее в нашей стране. В основе концепции управления проектами лежит взгляд на проект как на единое целое на протяжении всего его жизненного цикла, включающего фазы:

- формирования замысла;
- разработки проекта;
- реализации проекта;
- завершения проекта после достижения поставленных целей.

При этом, для того, чтобы проект успешно преодолел все фазы своего жизненного цикла, им необходимо эффективно управлять. Последнее подразумевает:

- определение и обоснование целей проекта;
  - выявление структуры проекта, в т.ч. основных этапов работ, которые предстоит выполнить;
- определение необходимых объемов и источников финансирования;
- подбор исполнителей проекта;
  - определение сроков выполнения проекта и необходимых для этого ресурсов;
- калькуляция и анализ затрат;
  - анализ рисков и разработка мероприятий по снижению негативных последствий рисков;
- подготовка и заключение контрактов;
- организация реализации проекта;
- обеспечение контроля за ходом выполнения проекта.

В традиционном смысле термин "проектирование" носит техническую окраску. Под ним понимается деятельность, связанная с претворением в жизнь научно-технических решений: разработка чертежей и технической документации, привязка решений к конкретным условиям и т.п. Для этой деятельности на Западе используется термин "design". Распространение идей проективно-конструктивного подхода на экономические системы дает эффективный инструмент для преобразований в сфере менеджмента. При этом проектирование понимается как подготовка концепции предполагаемых изменений, организация необходимых для этого структур и реализация замышляемых в рамках проекта работ. Такие работы включают технико-экономический и финансовый анализ, управление персоналом, подготовку контрактов, контроль выполнения работ и многое другое.

Необходимость в относительно самостоятельной науке "Управление проектами" (Project Management) была осознана в развитых странах Запада в 50-х годах XX века, что было вызвано массовым ростом масштабов проектов. Позднее понятие успешности проекта стало измеряться в первую очередь тем, насколько соответствует его окончательная стоимость объему выделенных ассигнований, экономии и размерам прибыли. Потребовалась разработка специальных методов планирования, контроля сроков исполнения и организации взаимодействия исполнителей.

История управления проектами включает три периода. Первый период охватывает 50-60-е годы. Это был период возникновения крупных проектов, связанных с проблемой нанесения ракетного удара по потенциальному противнику, строительством атомных подводных лодок и т.п. Такие проекты носили технократический характер, так как проблемы их экономического обоснования не рассматривались вообще. Второй период длился с 1970 по 1990 гг. Для этого периода характерно возникновение внимания к экономической стороне проектов и разработка методов их обоснования. Современный период характеризуется акцентированием внимания на проблемах собственности, гибкого менеджмента и качества продукции, которая будет выпускаться после реализации проекта. Сейчас в странах со сложившимися традициями управления проектами научились принимать во внимание все современные тенденции, влияющие на бизнес: политический риск, социальные проблемы, человеческий фактор, глобальные проблемы окружающей среды, изменение источников финансирования, ориентации на "высокие технологии" и т.п.

Проект может рассматриваться как структура и как процесс. Структурирование проекта необходимо в следующих целях:

- разбивки проекта на поддающиеся управлению блоки;
- распределения ответственности за выполнение работ и увязки работ с ресурсами;
- разработки на основе более мелких элементов более точной оценки необходимых затрат, времени и ресурсов с последующим созданием общей базы для планирования и контроля за всеми затратами;
- перехода от общих целей проекта к привычной регламентированной деятельности его участников.

Структурирование проекта на элементы может производиться с различной степенью детализации в зависимости от целей. Работы по структурированию проекта могут быть представлены в виде следующей последовательности действий:

#### 1. Определение проекта.

Должны быть полностью и четко определены характер, цели и содержание проекта, а также все конечные продукты проекта с их точными характеристиками.

#### 2. Задание уровня детализации.

Необходимо задать количество и взаимосвязь элементов в структуре разбивки проекта.

#### 3. Задание структуры процесса выполнения проекта.

Все работы, выполняемые в рамках проекта, должны быть представлены в форме схемы с указанием взаимосвязей.

#### 4. Разработка организационной схемы проекта.

Такая схема описывает персонал проекта, а также лиц из его внешнего окружения.

#### 5. Задание структуры продукта.

Конечная продукция проекта представляется в виде схемы с разбивкой по компонентам, включая машины и оборудование, информационное обеспечение и т.п.

#### 6. Составление матрицы распределения обязанностей.

Составляется для анализа взаимоотношений между элементами структуры проекта и элементами организационной схемы проекта.

Структурирование проекта отнюдь не простая задача. Можно

перечислить наиболее распространенные ошибки, допускаемые в процессе структурирования:

- стадия структурирования пропускается целиком;
- часть работ проекта упускается;
  - включаются взаимоисключающие компоненты в различные элементы проекта;
- делается излишняя или недостаточная детализация;
- не учитываются “неосязаемые” конечные продукты, такие как услуги, информационное обеспечение и т.п.

Подход к проекту как к процессу связан с выделением основных фаз жизненного цикла проекта. Концептуальная фаза начинается с разработки концепции проекта. На этой стадии определяются конечные цели проекта и пути их достижения с учетом комплекса экономических, технических и социальных факторов. Целям проекта должна быть дана количественная оценка, а также учтены возможные альтернативы.

Оценка жизнеспособности проекта дается на основе проведенного технико-экономического обоснования. Рассматриваются одна-две альтернативы по критерию “затраты-эффективность”. На этой стадии устанавливаются граничные условия и ограничения, а также предварительно оценивается стоимость проекта (допустимая точность оценки составляет 25-40 %).

Планирование проекта заключается в определении структуры и последовательности работ, ведущих к достижению поставленных на предыдущих стадиях целей. План, являющийся основой для составления подробного календарного графика, кто и что должен сделать, в какие сроки и каким образом.

Особое внимание уделяется разработке требований к продукции проекта, включая эксплуатационные и другие характеристики. Базовое проектирование выполняется на основе утвержденного технико-экономического обоснования. На этой стадии подбираются материалы и оборудование и делается новая оценка затрат с учетом возникающей дополнительной информации (точность оценки составляет 10-15 %).

Контрактная фаза завершается подписанием контрактов на покупку материалов и комплектующих, а также заключением контрактов (иногда только подписанием писем о намерениях или предварительных соглашений) на продажу продукции проекта. В фазе реализации проекта выполняется детальное проектирование, производятся все необходимые закупки, запускается и отлаживается технология производства продукции.

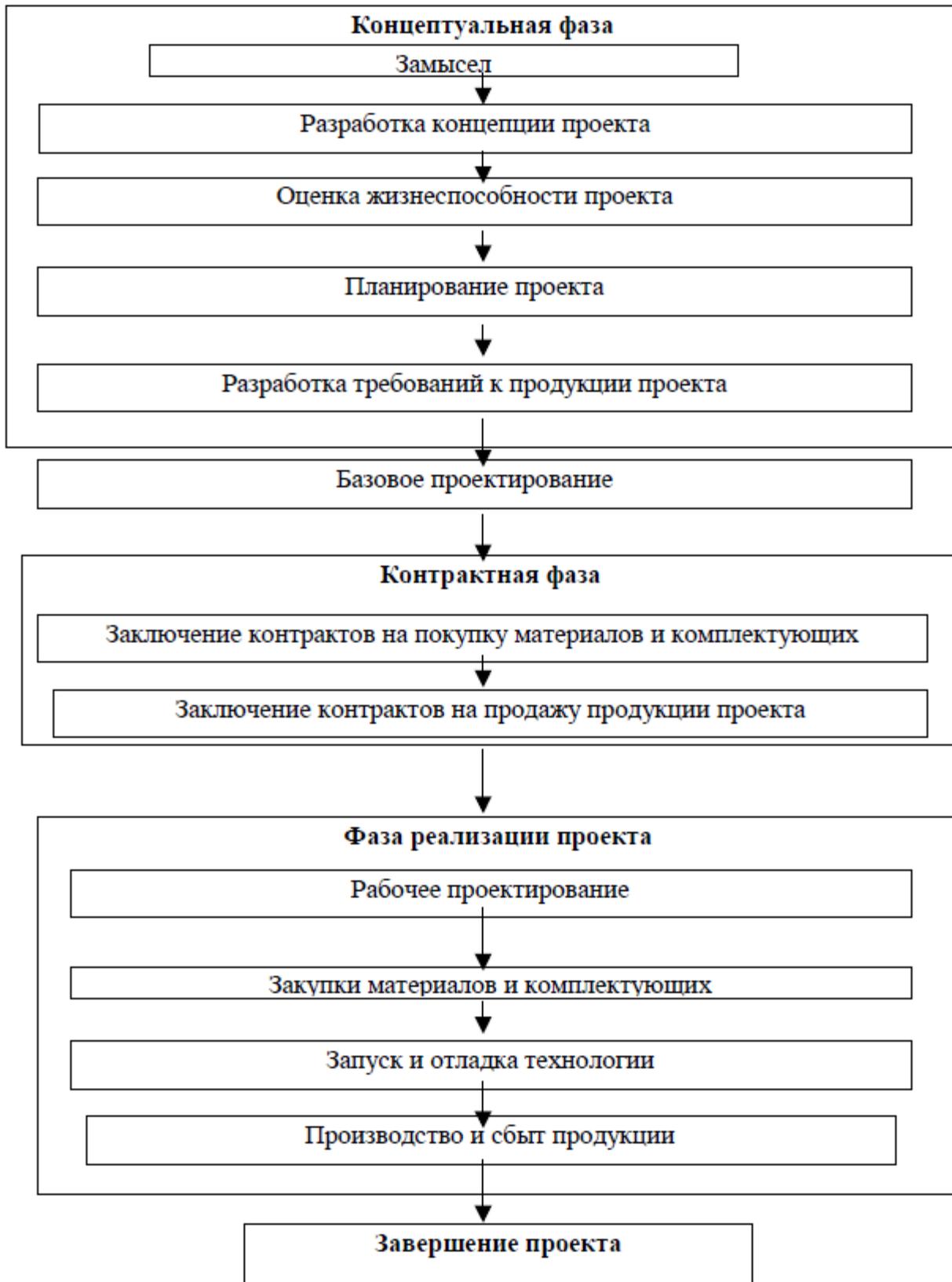


Рис. Условная схема чередования фаз реализации проекта

Можно построить профили проектов с оценкой каждого из критериев. Хотя критерии имеют различную весомость для общего успеха проекта, это обстоятельство не отражается в профиле проекта, где все параметры имеют равную весомость. Поэтому следующим шагом является создание балльной оценки качеств проекта, в которой отдельным позициям присваивается некоторый балл в соответствии с их важностью, ранговые характеристики также получают количественную оценку (см. Табл.). Оценка выводится из суммы баллов, которая и рассматривается в качестве показателя “ценности” проекта.

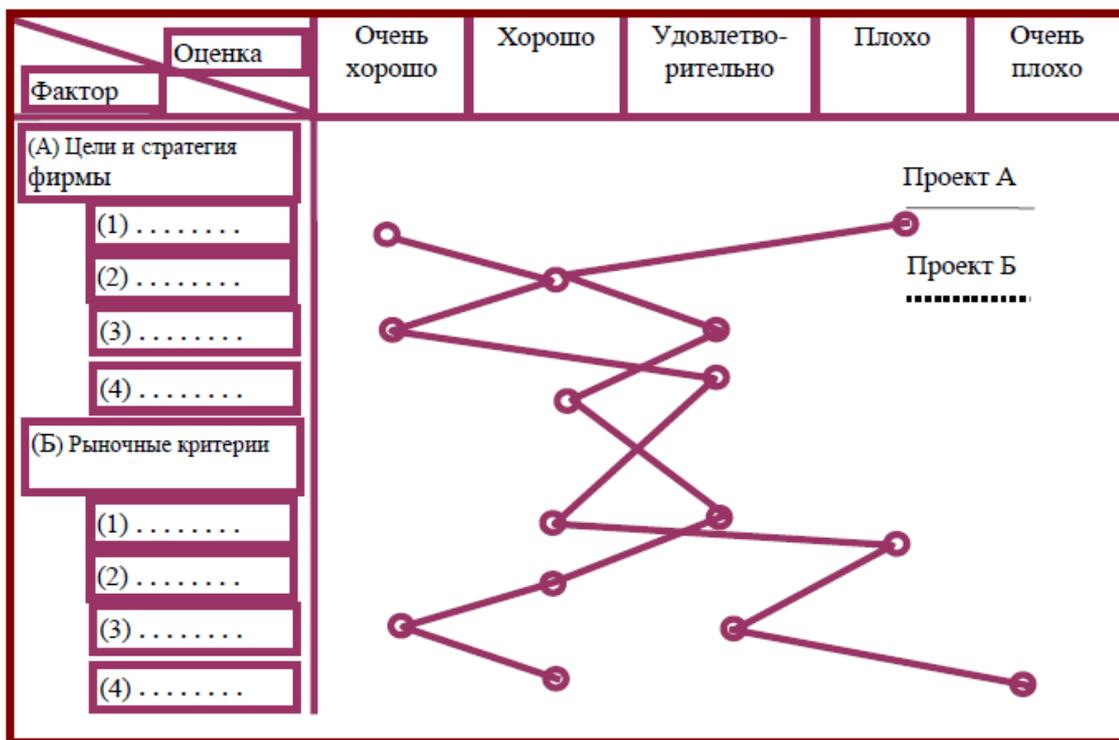


Табл. Расчет балльной оценки

Фактор	Значимость фактора	Оценка по эталону					Оценка вклада фактора
		Очень хорошо 5	Хорошо 4	Удовлетворительно 3	Плохо 2	Очень плохо 1	
А. Цели и стратегия фирмы							
1.							
2.							
3.							
4.							
Б. Рыночные критерии							
1.							
2.							

Описанный подход отличается простотой критерия отбора, поэтому, для обеспечения сочетания простоты и точности, необходимо следовать ряду правил:

1. Для повышения точности оценок исследовать ретроспективные показатели по аналогичным проектам.
2. Анализировать причины ошибок.
3. Избегать искажений мнений экспертов при оценке критериев.
4. Обращаться к нескольким независимым прогнозам с целью минимизации влияния индивидуальных оценок.
5. Не следует чрезмерно доверять абсолютным значениям показателей, вытекающих из финансового анализа на начальных стадиях проекта.

Группа рыночных критериев должна анализироваться особенно тщательно. Объектом анализа является потребность в продукции проекта, расчетный объем продаж, время выхода на рынок, степень воздействия на существующие продукты, факторы ценообразования, конкуренция, каналы распределения и стартовые затраты.

### Глава 3. Финансирование инвестиционных проектов

В мировой практике распространена такая форма финансирования инвестиционных проектов, когда основным обеспечением предоставляемых кредитов является сам проект, т.е. доходы, которые будут получены в результате реализации проекта в будущем. Такая формула, получившая название «проектного финансирования». Описанная форма инвестирования соответствует общему подходу к финансированию новых проектов, состоящему в том, что расходы и риски преимущественно должны нести держатели проекта, имеющие возможность получать высокие доходы, в то время как кредиторы могут рассчитывать только на своевременный возврат кредита и процентов.

Как и многие другие финансовые термины, "проектное финансирование" часто трактуется неоднозначно. Так, в США этот термин подразумевает такой тип финансирования, когда сами получаемые в результате реализации проекта доходы являются основным или даже единственным источником погашения долговых обязательств или формой финансирования без привлечения дополнительных финансовых источников либо с их ограниченным привлечением. В Западной Европе это более общий термин, применяемый для описания любого способа предоставления средств для финансирования проектов.

Таким образом, проектным является финансирование инвестиций, при котором источником погашения задолженности являются потоки денежной наличности, генерируемые в результате реализации самого инвестиционного проекта. При этом кредитор оценивает, во-первых, потоки наличности и объем предполагаемых поступлений для определения перспектив возврата предоставленных средств, и, во-вторых, активы держателя проекта, служащие обеспечением кредита.

Проектное финансирование характеризуется особым способом обеспечения, в основе которого лежит подтверждение реальности получения запланированных потоков наличности путем распределения рисков между сторонами. В зависимости от риска, который принимает на себя кредитор, выделяют следующие типы проектного финансирования:

1. Без регресса (обратного требования о возмещении предоставленной суммы, предъявляемого одним юридическим или физическим лицом другому на заемщика). Кредитор принимает на себя все риски, связанные с реализацией проекта, оценивая лишь потоки наличности, генерируемые проектом и направляемые в погашение кредитов. В этом случае спонсоры проекта или его подрядчики гарантируют завершение проекта, ввод объекта кредитования в эксплуатацию, и, при определенных условиях, берут на себя возмещение убытков, связанных с задержкой ввода объекта в эксплуатацию и превышением расчетной себестоимости. Гарантийное обязательство выдается кредитору в обеспечение своевременной уплаты причитающейся с заемщика суммы основного долга и начисления процентов.
2. С полным регрессом на заемщика.

Кредитор в этом случае не принимает на себя никаких рисков, связанных с проектом, ограничивая свое участие предоставлением средств против гарантий спонсоров проекта или третьих сторон, не анализируя, либо анализируя генерируемые проектом потоки наличности. Представляемые кредитору гарантии могут носить "небалансовый" характер, выступая в форме договоров об управлении, безусловных договоров поставок и т.д., каждый из которых может сочетаться с ограничительными оговорками в кредитном соглашении, например, условия

прекращения соглашения, ограничения выплаты дивидендов, создание резервных и других фондов.

3. С полным регрессом на заемщика и анализом потоков наличности от проекта. Необходимость детального изучения проекта с анализом потока наличности может возникнуть у кредитора, если он считает, что обязательства заемщика недостаточно надежно гарантированы.

4. С полным регрессом на заемщика в части коммерческого риска, принимаемого спонсорами проекта или третьими сторонами, и с принятием кредитором на себя в полном объеме всех рисков.

Перечисленные выше типы проектного финансирования имеют как преимущества, так и определенные недостатки и могут быть объединены в три группы по признаку ограниченности регресса:

- с полным регрессом на заемщика ("full recourse financing");
- без регресса на заемщика ("non recourse financing");
- с ограниченным регрессом на заемщика ("limited recourse financing").

#### Проектное финансирование с полным регрессом на заемщика.

Это наиболее распространенная форма проектного финансирования, которой отдают предпочтение из-за быстроты и простоты получения необходимых средств для финансирования проекта, а также более низкой стоимости этой формы финансирования по сравнению с другими. Финансирование с полным регрессом требований кредиторов на заемщика применяется в следующих случаях:

- предоставления средств для финансирования малоприбыльных проектов, имеющих государственное значение, не самофинансируемых проектов (создание инфраструктуры и т.п.), имеющих возможность погасить кредиты за счет других доходов заемщика;
- предоставления средств в форме экспортного кредита, так как многие специализированные агентства по предоставлению экспортных кредитов имеют возможность принимать на себя риски проектов без дополнительных гарантий третьих сторон, но согласны предоставить средства только в такой форме;
- недостаточной надежности выданных по проекту гарантий, хотя они и покрывают все проектные риски;
- предоставления средств для небольших проектов, которые чувствительны даже к небольшому увеличению расходов.

В последние годы начался процесс перехода к ограниченному регрессу на заемщика при финансировании проектов в сфере инфраструктуры. Получили распространение контракты, в которых оговариваются безусловные обязательства покупателя типа "бери и плати" ("take and pay") и "бери или плати" ("take or pay") с третьими кредитоспособными сторонами. Примером может служить строительство крупных электростанций с привлечением иностранных кредиторов по схеме "строй - владей - эксплуатируй" ("build, own, operate"), где происходит совмещение финансирования с ограниченным регрессом и финансирования под правительственную гарантию.

#### Проектное финансирование без регресса на заемщика.

В этом случае кредитор не имеет никаких гарантий от заемщика и принимает на себя почти все риски, связанные с реализацией проекта. Эта форма проектного

финансирования наиболее дорогостоящая для заемщика, так как кредитор рассчитывает получить соответствующую компенсацию за высокую степень риска.

Кредитор может принимать на себя небольшую часть рисков по проекту в случае, если удастся разработать соответствующую систему обязательств участвующих в реализации проекта сторон. Это касается вопросов снабжения, транспортировки, сбыта, страхования и т.п. В данном случае определенные преимущества имеет заемщик, так как он не несет затрат по привлечению средств и его кредитный рейтинг дает ему возможность привлекать средства для других нужд.

Как правило, кредиторам приходится идти и на предоставление определенных льгот: участие в уставном фонде, заключение долгосрочных договоров, гибкий график погашения кредитов и т.д. Используется эта форма финансирования достаточно редко из-за большой сложности, значительных затрат времени на создание системы коммерческих обязательств, больших финансовых расходов (на привлечение специалистов, на консультационные услуги и т.д.).

Без регресса на заемщика финансируются проекты, имеющие высокую рентабельность и обеспечивающие выпуск конкурентноспособной продукции, прежде всего проекты, связанные с добычей и переработкой полезных ископаемых.

Для того, чтобы кредиторы сочли риск вложения средств в проект приемлемым, необходимо создание следующих условий:

- использование отработанной технологии, позволяющей выпускать конкурентоспособную продукцию;
- возможности оценить риск вывода производства на проектную мощность и риски, связанные с функционированием финансируемого предприятия;
- конечная продукция должна иметь достаточно емкий рынок сбыта и быть легко реализуемой, так как только в этом случае можно определить ценовые риски;
- наличие соглашений с поставщиками сырья и комплектующих изделий, если таковые необходимы;
- наличие договоренностей с поставщиками энергоносителей с установлением предельных (минимальных) цен;
- политическая стабильность в стране, реализующей проект.

#### Проектное финансирование с ограниченным регрессом на заемщика.

Это наиболее распространенная форма, при которой в ходе проработки возможности финансирования проекта оцениваются все риски, связанные с его реализацией. Они распределяются между сторонами таким образом, чтобы последние могли принимать на себя зависящие от них риски. Например, заемщик несет на себе все риски, связанные с эксплуатацией объекта; подрядчик берет на себя риск завершения строительства объекта и ввода его в эксплуатацию; поставщики оборудования принимают на себя риски, связанные с комплектностью, качеством поставок и т.п.

Преимуществом этого типа проектного финансирования является умеренная цена финансирования и максимальное распределение рисков по проекту для заемщика. Стороны, которые заинтересованы в реализации проекта, принимают на себя коммерческие обязательства вместо выставления гарантий, что также является определенным преимуществом.

Одной из разновидностей проектного финансирования с ограниченным регрессом на заемщика является финансирование, не затрагивающее баланс организаций ("off balance sheet financing"). Использование этого финансирования оказывает воздействие на финансовое положение и баланс заемщика в меньшей степени, чем другие два типа, что и объясняет его популярность. Заемщик должен предоставить только определенные гарантии и частично заложить свои активы.

Кроме того, заемщик может извлечь следующие дополнительные преимущества:

- возможность привлечения средств, которые нельзя получить из обычных источников;
- при правильном распределении рисков по проекту обеспечиваются благоприятные условия предоставления кредитов;
- платежные обязательства перед кредиторами не ложатся бременем на заемщика;
- хорошая организация финансирования проекта может улучшить репутацию заемщика и облегчить привлечение средств в будущем.

Важным элементом в решении проблемы проектного финансирования является система гарантий по инвестиционным проектам. Гарантия представляет собой поручительство гаранта, принимаемое по отношению к какому-либо лицу (бенефициару) по поручению другого лица (принципала) в обеспечение выполнения последним своих обязательств перед бенефициаром. Содержанием обязательства по гарантии всегда является выполнение другого контракта, к которому отсылает гарантия.

Целью гарантий является дополнительное обеспечение финансовых интересов сторон, участвующих в инвестиционных проектах. Наиболее часто в роли гарантов выступают первоклассные банки, однако в отдельных случаях могут приниматься гарантии производственных и торговых фирм, инвестиционных компаний и т.д. Как правило, банковские гарантии требуют по экспортно-импортным контрактам на поставку оборудования и готовой продукции, заключаемые в рамках инвестиционных проектов.

С точки зрения основания для реализации гарантии, т.е. выполнения гарантом своих обязательств перед бенефициаром, делятся на условные и безусловные. При выставлении безусловной гарантии гарант выполняет свои обязательства перед бенефициаром (совершает ему платеж) против его первого простого требования, даже если оно ничем не обусловлено и не подтверждено представлением каких-либо дополнительных документов (наиболее выгодный для бенефициара тип гарантии, поскольку максимально обеспечивает его интересы).

Безусловные гарантии выставляются банками, как правило, по поручению крупных постоянных клиентов; по таким гарантиям требуется внесение залога (полного либо частичного). Реализация условной гарантии зависит от выполнения определенных условий, в частности, предоставления дополнительной документации.

В большинстве случаев при финансировании проектов кредиторы согласны рассматривать только прямые безусловные гарантии, в которых гарант принимает на себя обязательства гарантируемого им лица в полном объеме, однако иногда достаточно гарантий, ограниченных по сумме или сроку по сравнению с соответствующими суммами и сроками реализации проекта. Гарантии могут быть также косвенными, условными и подразумеваемыми, их могут принимать кредиторы, что важно для гарантов, поскольку выставление таких гарантий не сопряжено с прямыми проектными рисками.

Ограниченные по сумме гарантии могут предоставляться в виде гарантий возмещения возможных убытков. Если таких гарантий нет, то может возникнуть потребность в увеличении лимита кредита в случае отсутствия других источников финансирования. Сюда же относят гарантии учредителей по покрытию операционных расходов при недостаточности потоков наличности для обслуживания долга и

возмещения операционных расходов. Кредиторы также могут рассматривать создание учредителями специальных фондов на случай непредвиденных обстоятельств, как гарантию, ограниченную по сумме.

Ограниченные по времени гарантии выставляются в тех случаях, когда вероятный гарант не соглашается на выставление прямых гарантий, и возможно гарантирование только части работ по проекту. Риски проектов на этих стадиях достаточно велики и кредиторы чувствуют себя достаточно спокойно, если гаранты на этот период есть, что в совокупности с обязательствами третьих сторон укрепляет уверенность в успешной реализации проекта. При этом гарантируется, что проект будет завершен в запланированные сроки в соответствии с утвержденными характеристиками.

Под косвенными гарантиями подразумеваются гарантии сбыта продукции, цен на сырье и комплектующие изделия. В качестве гарантий могут быть приемлемы контракты типа "бери или плати", "поставляй или плати". Возможно также гарантирование заинтересованными потребителями (минимальных) закупочных цен на поставляемую продукцию.

Подразумеваемые гарантии по своей сути не являются гарантиями, но при определенных обстоятельствах носят характер обязательств гаранта, хотя гаранты не отражают такие гарантии в своей финансовой отчетности. Наиболее распространенной формой этих гарантий является оформленное соответствующим образом письмо. Такие письма предполагают, что организация обязуется предоставить средства, если по каким-то причинам возникнут сложности при реализации проекта. Например, это может быть обязательство не допустить снижения уровня оборотного капитала ниже определенной границы.

Условные гарантии связаны с условиями реализации гарантийных обязательств, зависящих от наступления событий, вероятность которых невелика, но кредиторы тем не менее предпочитают застраховаться от случайностей. Существуют различные формы таких гарантий (приемлемых оговорок): наступление нестрахуемых обстоятельств, неблагоприятные изменения цен, действия правительства и т.д.

Договорные гарантии выставляются банками в обеспечение интересов импортеров (заказчиков). К ним относятся гарантии возврата аванса, гарантии надлежащего исполнения контракта, тендерные гарантии (гарантии участия в торгах), гарантии таможенной очистки.

Гарантия возврата аванса - обязательство банка по возврату суммы аванса (или его неиспользованной части) в случае невыполнения продавцом (подрядчиком) своих обязательств по поставке товара (проведению работ), закрепленных контрактом. Объем обязательств банка - гаранта обычно уменьшается по мере совершения экспортером отгрузок (или окончания подрядчиком отдельных этапов работ. Гарантии возврата аванса, выставляемые иностранными банками в пользу импортеров (заказчиков), чаще всего являются безусловными.

Гарантии надлежащего исполнения контракта (условные и безусловные) обеспечивают выплату банком - гарантом сумм штрафов по требованию бенефициара (заказчика) в случае ненадлежащего выполнения экспортером (подрядчиком) обязательств по внешнеторговому контракту.

Тендерная гарантия обеспечивает выплату определенной суммы в случае отказа организации, выигравшей торги, от заключения контракта и предусматривает платеж в размере 5-10% суммы предстоящего контракта) по первому требованию бенефициара. После подписания контракта тендерная гарантия может быть переоформлена в гарантию надлежащего исполнения контракта.

Гарантии таможенной очистки выдаются банками по поручению подрядчиков для обеспечения беспопшлинного временного ввоза оборудования или материалов, необходимых для проведения работ в рамках проекта. Такое оборудование

должно быть вывезено после окончания работ. Гарантия таможенной очистки обеспечивает выплату пошлин, если оно не будет вывезено.

Банковские гарантии, как правило, не регулируются международными документами, их применение определяется национальным законодательством страны - гаранта. Вексельные авали и резервные аккредитивы по своей сути также являются гарантиями. Их применение при прочих равных условиях более предпочтительно, поскольку они регулируются международными законами и правилами, которых придерживается большинство стран.

Обязательства по выполнению работ также являются формой гарантии, как и отсрочка оплаты части выполненных работ. Подрядчик вносит на счет в банке средства, покрывающие значительную стоимость работ, что служит гарантией возмещения убытков, если он не выполнит своих обязательств. Часть причитающихся платежей за выполненные работы удерживается в течение определенного срока как гарантия покрытия издержек на случай некачественного выполнения работ (иди гарантийный платеж увязывается с выполнением работ надлежащим образом).

Гарантии исполнения обязательств ограничены по сумме, например, убытков в связи с банкротством заемщика, продажей кем-либо из участников своей доли и т.д. Обычно гарантия подразумевает выплату недополученных процентов, расходов по продаже проекта, остатка непогашенного кредита. Сумма гарантий уменьшается по мере погашения кредита и уплаты процентов.

Существуют и другие виды обязательств, которые не являются гарантиями, но могут быть приняты кредиторами в качестве приемлемого обеспечения (различного рода договоры, односторонние обязательства участников проекта, письма о намерениях и т.д.).

## Глава 4. Проектные риски или почему инвестор не хочет вкладывать деньги

Каждый банк или инвестиционный фонд ведет собственную кредитную политику, учитывающую экономические, политические или географические условия. Тем не менее, имеются общие требования кредиторов, обусловленные их стремлением снизить риски, которым подвергается инвестиционная деятельность. Базовые требования кредиторов можно сформулировать в виде трех пунктов:

1. Насколько хорошо банк знает репутацию заемщика, равно как и его репутацию успешного предпринимателя с точки зрения его возможностей производства, маркетинга и финансового управления?
2. Насколько хорошо подготовлено кредитное предложение? Является ли это предложение реалистичным с деловой и экономической точки зрения?
3. Является ли цель займа приемлемой для банка?

Для оценки риска используются пять критериев:

### 1. Репутация. Желание и решимость заемщика выполнить свои обязательства.

Процесс оценки состоит из собеседования, проверки рекомендаций, представленных заемщиком, особенно в случае личных займов или ссуд товариществам, а также проверки кредиторов заемщика, поставщиков и клиентов.

2. Возможности. Способность заемщика получать деньги по всем своим операциям (общий приток денег, полученных заемщиком в ходе предпринимательской деятельности в течение периода его деятельности) или по конкретному проекту и способность заемщика управлять денежными средствами.

3. Капитал. Капитальная база заемщика и его решимость использовать собственный капитал в проекте, на который он запрашивает кредит. Заемщик должен быть в состоянии разделить риск проекта с кредитующим банком и быть согласным на это, предоставляя приемлемую часть своего акционерного капитала, т.е. заемщик должен связать себя обязательствами.

4. Условия. Текущее состояние и обзор местной, региональной и общенациональной экономики, а также отрасли хозяйства заемщика. Различные экономические условия и различные прогнозы для разных отраслей хозяйства часто требуют различных ссудных критериев.

5. Залог. Надежное обеспечение кредита в форме залога или гарантии может помочь преодолеть слабость в одном или других критериях. Обычно действует правило, согласно которому никогда не предоставляются кредиты на основе только залога или гарантии. Принимаются во внимание следующие факторы: качество залога, т.е. насколько устарело или повреждено оборудование, насколько оно ликвидно и как пойдет на рынке, как защищен залог от инфляции? В случае невыполнения обязательств, легко ли будет взыскать этот залог в законном порядке? Каково допустимое соотношение рыночной стоимости залога и размера кредита и как часто оно должно быть пересмотрено?

Ссуды под залог - это кредиты, обеспеченные со стороны заемщика залогом активов. По всей видимости они являются самыми старыми из ныне существующих и остаются также и самыми распространенными. В противоположность, однако, более ранним периодам, когда заложенные активы часто физически перемещались во владение ссудодателя, активы сегодня часто остаются во владении заемщика, который продолжает пользоваться ими. В таком случае, заклад активов осуществляется в виде цессии или уступки прав - письменного контрактного соглашения между кредитором и заемщиком, которое детализирует связь между сроками и условиями займа и заложенным активом.

Кредитующий банк определяет, какие активы считать подходящим залогом и как рассчитывать современную стоимость кредита по следующим характеристикам заложенных активов:

- (а) Относительная легкость оценки залога, как до принятия решения о выдаче кредита, так и в течение срока кредита. Стоимость залога периодически перепроверяется с тем, чтобы обеспечить адекватное покрытие.
- (б) Возможность размещения на рынке залога определяется и периодически перепроверяется. Например: специально спроектированное оборудование с ограниченной применимостью труднее продать на рынке, чем стандартное оборудование.
- (в) Ликвидность или легкость, с которой залог может быть оценен и превращен в наличные средства без разрыва во времени. Например, земля и коммерческие или промышленные здания менее ликвидны, чем высококачественные дебиторские счета, по которым можно быстро получить деньги или стандартные непортящиеся материалы.
- (г) Подконтрольность: легкость, или ее отсутствие, с которой кредитор может определить местонахождение залога и вступить во владение им. Например, проще вступить во владение деньгами и другими финансовыми активами, землей и строениями, чем контейнерами с товаром, местонахождение которых часто трудно установить.
- (д) Амортизация или моральное старение. Некоторые активы теряют свою первоначальную стоимость быстрее, чем другие, хотя срок их годности - в отличие от срока их старения - может быть значительным (например, компьютеры и т.п.).

Займы, обеспеченные физическими залогами, как правило, уязвимы для мошенничества со стороны заемщика. Кредитующий банк поэтому проявляет бдительность по отношению к приверженности заемщика условиям кредитного соглашения и в особенности к существованию, местонахождению и состоянию залога. Это важно, поскольку предоставление требуемой информации по залогом является часто обязанностью заемщика.

Принимая во внимание эти факты кредитующий банк может предпринять следующие шаги:

- (а) проверить до предоставления кредита активы, предлагаемые в качестве залога, на наличие уже имеющихся цессий, прав отвода и других исков на них;
- (б) зарегистрировать уступку прав на залог в суде (если закон это допускает); (в) вести постоянно обновляемые записи и проводить периодические и желательные неожиданные проверки местонахождения и состояния залога;

(г) в дополнение к вышесказанному, для залога в форме дебиторских счетов банк может:

- заставить заемщика направлять в банк ежемесячно списки клиентов, включая имена, адреса, суммы задолженности и срок их получения;
- заставить заемщика письменно проинструктировать своих клиентов о том, чтобы они оплачивали свои счета напрямую на счет заемщика в кредитующем банке, напечатав свои инструкции на счете-фактуре (название и адрес банка и номер счета заемщика);
- заставить заемщика подтвердить в письменном виде, что никакая другая организация не претендует на заложенные счета;

(д) для займов, обеспеченных запасами банк может:

- заставить заемщика ежемесячно направлять список заложенных запасов с указанием местонахождения, объемов, вида и, где возможно, сроков нахождения в запасах;
- заставить заемщика подтвердить в письменном виде, что на эти запасы не имеется никаких других требований;
- если это возможно, перевести заложенные запасы в специализированные склады (если таковые существуют) для того, чтобы обеспечить полный контроль над запасами посредством ведения надежного учета.

Использование залога для поддержки кредита не снимает, конечно, риска невыполнения обязательств. По сути дела, залог сам по себе не влияет на риск, он просто предоставляет кредитору возможность увеличить свои шансы получения денег по своим финансовым требованиям в случае неуплаты долга.

Для того, чтобы обеспечить в возможно большей степени достаточность залоговой стоимости в случае отказа от уплаты долга, кредитор может применить ссудную маржу. Применение ссудной маржи означает представление кредита вплоть до определенного процента или маржи от стоимости всего залога.

Банки могут установить различные маржи для различных видов залога, которые обычно колеблются от 100% (и выше) для наличных, которые будут размещены в кредитующем банке, до, иногда, 50% для определенных видов запасов и оборудования, т.е. предметов, размещаемость которых на рынке ограничена и трудно определима. Нормальным пределом колебаний на Западе считается от 80% для высококачественных ценных бумаг до 65-70% для высококачественных счетов и имущества.

Выше уже упоминалось, что залог должен периодически перепроверяться на предмет изменения состояния и самого существования, включая его ликвидность, размещаемость на рынке и любых других характеристик, которые могут повлиять на его рыночную цену и легкость ликвидации. Если эти изменения значимы и угрожают способности залога покрыть займ, кредитор может изменить маржу и известить об этом заемщика (кредитное соглашение может предусматривать, что кредитор имеет право менять маржу, пока кредит не будет погашен).

В периоды сильной инфляции стоимость залога (в отличие от денег и других финансовых активов) часто возрастает, что позволяет банку отдать излишнюю часть залога заемщику. Подобное происходит в случае с кредитом со схемой погашения по частям, в случае которого требования к залому снижаются соответственно с погашением основной части долга.

Для оценки заемщика банки-кредиторы используют три вида рейтингов:

- номерной;
- балльный;
- основанный на анализе финансовых коэффициентов.

Для предварительной оценки служит номерная система, описанная в таблице «Номерная система рейтинга заемщика».

Рейтинг	Классификация	Состояние или описание
0	Неклассифицированный	Кредит еще не оценен, т.е. находится в состоянии оценки или переоценки
1	"Прайм"	Заемщик с высочайшим кредитным рейтингом, известен великолепным обслуживанием долга, мощный денежный поток, первоклассный залог, привлекательные характеристики займа, (т.е. назначение, срок, схема погашения, отрасль).
2	Высокого качества	Заемщик с хорошим финансовым положением, хорошая кредитная предыстория, солидный залог, привлекательные характеристики займа.
3	Удовлетворительный	Заемщик с приемлемым финансовым положением (этот займ может иногда требовать дополнительного внимания), хорошо погашал долги в прошлом, приемлемый залог, возобновляемый или револьверный кредит.
4	Предельный	Слабый заемщик, неадекватный залог, кредит слишком велик по отношению к капиталу заемщика, необходимо постоянное внимание и гарантия.
5	Хуже предельного	Возвращение долга сомнительно, ситуация, требующая специальной работы по погашению долга, выделен в категорию сомнительных при проведении банковского надзора.
6	Потери	Обслуживание долга не производится и платежей не ожидается, не включен в действующий кредитный портфель (возможна частичная оплата?).

Балльная система рейтинга заемщика

	А. Назначение и сумма кредита.	Баллы
1.	Назначение разумно и сумма полностью оправдана во всех отношениях	20
2.	Назначение сомнительно, сумма приемлема	15
3.	Назначение неубедительно, сумма проблематична	8
	Б. Финансовое положение претендента на кредит	
1.	Очень сильное текущее и прежнее финансовое положение, сильный и стабильный приток средств	40
2.	Хорошее финансовое положение, сильный денежный поток	30
3.	Приемлемое финансовое положение, неустойчивый денежный поток	20
4.	Невысокая прибыль в прошлом, слабый денежный поток	10
5.	Недавно много потерял, денежный поток слабый	4
	В. Залог	
1.	Не нужен залог или предоставляется обширный денежный залог	30
2.	Значительный ликвидный залог	25
3.	Достаточный залог приемлемой ликвидности	20
4.	Достаточный залог, но ограниченной ликвидности	15
5.	Недостаточный залог невысокого качества	8
6.	Нет приемлемого залога	2
	Г. Срок и схема погашения	
1.	Краткосрочный, самоликвидирующийся, хороший вторичный источник	30
2.	Среднесрочный, погашение частями, мощный денежный поток	25
3.	Среднесрочный, с погашением одним платежом, долгосрочный с средним денежным потоком	20
4.	Долгосрочный, погашаемый по частям, неуверенность в поступлениях	12
5.	Долгосрочный, назначение сомнительно, вторичных источников нет	5
	Д. Кредитная информация на заемщика	
1.	Великолепные отношения в прошлом с заемщиком	25
2.	Хорошие кредитные отзывы из надежных источников	20
3.	Ограниченные отзывы, нет негативной информации	15
4.	Нет отзывов	9

5.	Неблагоприятные отзывы	0
	Е. Взаимоотношения с заемщиком	
1.	Существуют постоянные выгодные отношения	10
2.	Существуют посредственные отношения или никаких	4
3.	Банк несет потери на отношениях с заемщиком	2
	Ж. Цена кредита	
1.	Выше обычного для такого качества кредита	8
2.	В соответствии с качеством кредита	5
3.	Ниже обычного для такого качества кредита	0

Рейтинг кредита определяется на основе общей суммы баллов:

	Баллы
I. Наилучший	163-140
II. Высокого качества	139-118
III. Удовлетворительный	117- 85
IV. Предельный	84- 65
V. Хуже предельного	64 и ниже

Наиболее детальная оценка выполняется на основе анализа семи финансовых показателей (см. таблицу «Оценка финансовых коэффициентов»)

Коэффициент	Класс I	Класс II	Класс III	Класс IV	Класс V	Класс VI
Общий капитал	500 тыс.	150 тыс.	85 тыс.	50 тыс.	25 тыс.	- тыс.
Коэффициент текущей ликвидности	2.00	2.00	2.00	1.50	1.50	1.25
Долгосрочная задолженность/ капитализация	0.25	0.33	0.35	0.45	0.50	0.60
Долгосрочная задолженность/ акционерный капитал	0.66	1.00	1.00	1.25	1.75	2.00
Предналоговое покрытие процентов	7.00	5.00	5.00	4.00	3.00	2.00
Денежный поток/ долгосрочная задолженность	0.75	0.30	0.25	0.20	0.20	0.15

Долгосрочная задолженность/ основные активы	нетто	0.50	0.70	0.80	1.00	1.50	1.50
---	-------	------	------	------	------	------	------

Помимо кредитного риска существует ряд других видов риска, принимаемых во внимание при решении вопроса о финансировании инвестиционного проекта.

Риск ликвидности - риск или неуверенность в том, что определенный актив сможет быть быстро продан за его предполагаемую или рыночную цену или близко к ней. Ликвидность или размещаемость активов на рынке важна для фирм для ежедневного финансового управления их операциями. Также очень важна для банков ликвидность залога, предложенного их заемщиком.

Финансовый риск - это обширная область риска, связанная с принятием общих финансовых решений и поэтому включает концепцию кредитного и ликвидного риска. Более узкое определение специально связывает финансовый риск с финансовым леверажем, т.е. отношением долга (и привилегированных акций) к обыкновенному акционерному капиталу, который фирма использует для финансирования активов.

Проектный риск - важный вид риска для банка, рассматривающего кредитное предложение клиента с целью финансирования инвестиционного проекта. Проектный риск состоит из трех видов:

- (а) отдельно стоящий риск, т.е. риск, исключительно связанный с самим проектом, независимо от заемщика;
- (б) внутрифирменный или корпоративный риск, представляет собой риск, связанный с проектом в контексте всей деятельности заемщика. Увеличивает ли проект или снижает общий риск кредитования этого заемщика?
- (в) рыночный или портфельный риск - насколько подходит проект общему банковскому кредитному портфелю? Помогает ли он диверсифицировать банковскую кредитную деятельность или увеличивает концентрацию на определенной отрасли, категории сроков платежей, географической области и т.д.

Отраслевой риск напрямую связан со степенью изменчивости в деятельности отрасли в экономическом и финансовом плане, в абсолютном смысле и по сравнению с другими отраслями. Чем больше изменчивость отрасли, тем больше степень риска. Вопросы, которые нужно учитывать, включают:

1. Деятельность альтернативных отраслей за данный период времени. Имеются ли значительные расхождения между отраслями и какие показывают наименьшее и наибольшее отклонение?
2. Продолжают ли успешно действовать отрасли, хорошо действовавшие в прошлом - по сравнению с экономикой в целом - оперировать также хорошо в настоящем? (На Западе исследования показали, что имеется незначительная связь между тем, как они оперировали раньше и потом).
3. Существует ли постоянство результатов внутри отрасли? Другими словами, добивались ли фирмы внутри одной отрасли одинаковых результатов за один и

тот же период времени или имеется широкое расхождение в результатах. (исследования показывают, что здесь также не наблюдается особого единства среди фирм одной отрасли).

Процентный риск, как и все другие виды риска, обусловлен неопределенностью. В данном случае неопределенность связана с будущим направлением движения и уровнем процентных ставок. Процентный риск как таковой затрагивает и кредиторов и дебиторов. Процентным риском, как и другими видами риска, можно управлять или минимизировать его. Это могут делать как должники, так и кредиторы, т.е. и пользователи кредита и лица, его предоставляющие.

Процентный риск можно определить как изменчивость доходов или цен финансовых активов, которая вызвана изменением уровня процентных ставок. Это определение особенно точно в отношении участников денежного рынка и рынка капиталов (инвесторов, вкладывающих средства в финансовые активы, т.е. инструменты рынков денег и капиталов). Для коммерческих банков, большинство активов которых обычно существует в форме ссуд, определение может быть изменено. Процентный риск - это риск того, что средняя стоимость привлеченных средств банка, т.е. депозитов и взятых займы денег, связанная с предоставлением кредита, может обогнать в течение срока действия кредита среднюю процентную ставку по кредитам.

Валютный риск связан с неопределенностью будущего курса валют. Он оказывает влияние на заемщиков, кредиторов и инвесторов. Валютный риск можно разделить на три взаимосвязанные категории:

- (а) экономический риск - риск изменения стоимости активов и/или пассивов фирмы (или банка) из-за будущих изменений курса;
- (б) риск перевода - имеет бухгалтерскую природу, связан с различиями в учете активов и пассивов в валюте;
- (в) риск сделок - неопределенность стоимости в национальной валюте сделки, которая деноминирована в инвалюте, в будущем.

#### Экономический риск

(может рассматриваться с двух позиций- фирмы-заемщика и банка).

Для фирмы. Современный подход к финансам корпораций измеряет стоимость фирмы или ее активов, как современную стоимость ожидаемого будущего потока платежей. В той мере, в какой все или часть этих платежей будут в инвалюте, стоимость активов фирмы может меняться в большую или меньшую сторону (в национальной валюте) из-за будущих изменений валютного курса. Это также относится к инвесторам, зарубежные инвестиции которых - акции или долговые обязательства - приносят доход в инвалюте.

Для банка. Для банка инвестирование в зарубежные активы, например, выдача кредитов в инвалюте, ресурсы для которых привлечены в национальной валюте, будет влиять на размер будущего потока платежей, выраженных в национальной валюте (из-за будущих изменений валютного курса). Кроме того, размер погасительных платежей по этим кредитам будет изменяться при переводе стоимости инвалюты кредита в эквивалент в национальной валюте.

Риск перевода. Как для фирмы, так и для банка, риск перевода затрагивает баланс, изменяя стоимость активов и пассивов. Если происходит падение курса инвалюты, в которой выражены эти активы, то падает стоимость активов; величина активов уменьшается и, исходя из равенства активов и пассивов, падает

размер акционерного капитала фирмы/банка. Риск перевода и его влияние на баланс фирмы/банка представляет собой бухгалтерский эффект, но мало или совсем не отражает экономический риск фирмы или банка. Более важным с экономической точки зрения является риск сделки, который рассматривает влияние изменения валютного курса на будущий поток платежей и, следовательно, на будущую прибыльность фирмы или банка.

Риск сделки. Изменения в прибыльности фирмы означают изменения в стоимости фирмы, и, следовательно, в ее кредитоспособности. Для банка поэтому очень важно быть в курсе валютных сделок клиентов и их влияния на стоимость и прибыльность.

## Глава 5. Как получить проектное финансирование?

Банковские системы в различных странах имеют разные виды кредитов, иногда с уникальными сроками и условиями. Например, европейские банки предоставляют возможно большую часть краткосрочных кредитов в форме овердрафта для физических лиц и компаний. Это простая и эффективная система использования единого счета, на котором в результате помещения денег и их списания, кредитовые остатки (по которым выплачивается процент) сменяются дебетовыми остатками (по которым взимается процент). Эта система используется в США, где счета кредитов ведутся отдельно от текущих счетов или счетов до востребования. В основном, однако, структура кредитов, включая требования по обслуживанию долга - частоту и сроки платежей по процентам, и погасительных - устанавливается везде одинаково. У каждого банка имеется "корзина" видов кредита, из которых клиент может выбирать в пределах кредитоспособности и с одобрения сотрудника банка по кредитам.

"Корзина" различных видов кредитов не считается неизменной в течение периода времени, но развивается так же, как и живой организм: она приспосабливается к изменениям в кредитных потребностях, экономических условиях, и в общем финансовом окружении. Изменение предложения кредитов может быть вызвано динамической структурой конкуренции, вызванной как внутренними, так и внешними источниками. С этим связано постепенное совершенствование финансовых рынков во многих странах, особенно развивающихся.

Коммерческие банки по своей природе являются краткосрочными кредиторами. Причиной этого является то, что они ограничены в формировании "корзины" источниками финансирования, которые представляют собой значительные краткосрочные депозиты с высокой степенью ликвидности и, следовательно, с неограниченной доступностью в будущем (и неопределенной ценой). Для ограничения риска в определенных пределах банку приходится сконцентрироваться на краткосрочных кредитах.

Западные банки научились довольно успешно - иногда за большую цену или даже используя аренду - преодолевать эти ограничения, либо расширяя источники финансирования, либо придавая долгосрочным кредитам характеристики краткосрочных. Определение структуры кредита - это процесс, когда сотрудник банка, консультируясь с клиентом, решает, какой вид кредитного инструмента удовлетворяет конкретной цели, под которую получается кредит. Кроме того, в процессе учитывает кредитный рейтинг заемщика, особенно в связи с необходимостью внешней поддержки кредита, например, в форме залога и/или гарантии.

Цель кредита обычно определяет сроки кредита, график использования и график обслуживания долга. Как правило, срок кредита ограничивается ожидаемым сроком проекта (или временем, на которое заемщик нуждается в кредите) и ожидаемой способностью клиента обслуживать долг, что отражается в предполагаемых потоках платежей.

Кредитные услуги можно классифицировать следующим образом:

I. По типу заемщика:

1. Потребительский.
2. Розничный/оптовый.
3. Сельскохозяйственный.
4. Коммерческий/промышленный.
5. Недвижимость.
6. Энергия.

## II. По цели:

1. Потребительский (например, потребительские товары, автомобили).
- 2.оборотный капитал.
3. Оборудование.
4. Здания.
5. Проекты.
6. Лизинговое финансирование.

## III. По сроку действия:

1. Краткосрочный (менее года).
2. Среднесрочный (1-4 года).
3. Долгосрочный (5 лет и более).

## IV. По графику погашения:

1. Равными платежами (например, месячными - для потребительского кредита).
2. Периодические платежи (например, ежеквартальные, полугодовые, с/или без льготного периода, кредит, требующий в момент погашения значительно большего платежа, чем ранее проведенные платежи).
3. Единым платежом (краткосрочный, средне-, долгосрочный).

## V. По обеспечению:

1. Необеспеченный.
2. Обеспеченный залогом (наличными, ценными бумагами, дебиторской задолженностью, запасами, оборудованием, землей и зданиями).
3. Гарантированный (гарантия личная, неограниченная, третьей стороной).
4. Другое обеспечение (обязательства, соглашения, письма о намерениях).

Кредиты могут быть разбиты на следующие группы: кредиты на финансирование текущих активов и кредиты на финансирование основных фондов (долгосрочные активы).

### Кредитование текущих активов включает :

1. Сезонные кредиты, например, краткосрочные кредиты фермерам (под семена, удобрения, пестициды и т.д.), кредиты туристическому сектору (летний, зимний спорт). Чтобы показать сезонность данного кредита, заемщик обычно должен воздерживаться от сезонного кредита в течение определенного периода времени, например, 30 дней, по крайней мере, раз в год.
2. Аккредитив "стенд-бай" не всегда ограничивается кредитованием текущих активов, но обычно имеет краткосрочный характер и представляет собой обязательство банка заплатить третьей стороне по поручению клиента. Обычно действует в течение одного года, с возможностью возобновления, по поручению первоклассного клиента банка (у которого банк получит деньги позднее). Эти условные обязательства редко выполняются.

### Кредитование основных средств.

Это обычно кредиты на срок более года, что отвечает характеру использования активов:

1. Срочные кредиты - представляют собой широкую категорию кредитов под объекты, отличные от кредитования недвижимости. Условия погашения обычно включают периодические платежи, связанные с предполагаемым денежным потоком клиента и полная выплата ожидается не позднее истечения срока использования актива. Активы часто используются как гарантия кредита.

2. Строительные кредиты, предоставляемые для финансирования строительства коммерческих, промышленных или жилищных объектов, часто имеют форму револьверных обязательств, позволяющих заемщику установить время и суммы использования кредита. Погашение может быть в различных вариантах, в зависимости от ожидаемого потока платежей. Эти кредиты обычно предоставляются при условии согласия долгосрочных кредиторов "помочь" банку, т.е. финансировать завершённый проект на долгосрочной основе.

3. Кредиты под недвижимость предоставляются для финансирования существующей коммерческой или жилищной недвижимости на основе обеспечения (кредит под закладную на менее чем 100 процентов рыночной или оценочной стоимости недвижимости). Это высокоспециализированная форма кредитования, обычно требующая наличия стабильного, долгосрочного привлечения фондов, поэтому она используется не всеми коммерческими банками.

4. Проектные кредиты также являются высокоспециализированными кредитами, часто требующими значительных технических знаний и/или привлечения консультантов. Часто финансируются на "исключительной" основе: качество этих кредитов в значительной степени основано на прогнозах потоков платежей, полученных от завершенного проекта. Примеры: финансирование разработки месторождений металлов и угля, нефтяных и газовых скважин и т.д. Соображения, принимаемые при кредитовании: техническая репутация заемщика, качество разработки проекта и системы маркетинга, доступность гарантий и т.д. Проектные кредиты часто организуются так же, как и строительные кредиты, т.е. первое револьверное обязательство, затем средне- или долгосрочный кредит с льготным периодом, периодические погасительные платежи, иногда модифицированный платеж.

5. Лизинговое финансирование - высокоспециализированная форма кредитования, часто со значительными последствиями для ликвидности и налогообложения арендатора. Лизинговое финансирование относится в основном к средне- и долгосрочным активам, например, машинам и оборудованию. При лизинговом финансировании арендодатель - в данном случае банк, но часто небанковский финансовый посредник, является законным хозяином актива, арендуемого клиентом. В зависимости от вида аренды, у арендатора может быть право в конце срока действия соглашения приобрести данный актив. Юридические вопросы имеют высокое значение. Документация оформляется в виде средне- или долгосрочного арендного соглашения, требующего ежеквартальных или ежемесячных платежей..

Определение цены кредита, наряду с управлением риском, является важнейшим элементом общей кредитной политики банка. В процессе определения цены играют роль следующие факторы:

Риск: составляющим элементом при определении цены является систематическое установление риска, связанного с каждым товаром, услугой или клиентом.

Агрессивность: преследует ли банк цели роста или упрочнения позиций.

Конкуренция: в каких категориях кредитов банк хочет конкурировать с другими банками и конкурентами при определении цены на свои инструменты?

Категория клиента: ориентирован ли банк на развитие отношений с клиентом или на выгоду от сделки? Различна ли политика определения цен для имеющихся клиентов, фирм - потенциальных клиентов, и фирм, не включенных в цели обслуживания.

Прибыльность: большинство западных банков устанавливают целевые уровни прибыльности, обычно как прибыль на активы (ROA) на все связи с клиентами, а не на каждую услугу клиенту. Кредитную маржу можно значительно сократить, если клиент приносит банку значительный объем дохода, например, в форме доходов по валютным операциям, аккредитивам, обязательствам и гарантиям.

Стоимость фондов: последнюю можно определить как средневзвешенную ставку, выплаченную по всем источникам средств, включая стоимость страхования депозитов, резервные требования в центральном банке, и стоимость всех непроцентных расходов, связанных с мобилизацией средств, например, накладных, административные расходы, маркетинг и другие. Определение цены основано на этой базовой ставке, хотя для некоторых кредитов может быть использована предельная цена фондов (как при балансировании по срокам с приобретенными фондами).

В дополнение к новым инструментам, банк часто предлагает клиентам новую кредитную политику, которая характеризовалась бы разнообразием видов заимствования с точки зрения структуры сроков и определения цены (в пределах параметров привлечения фондов и принципов политики банка). Например, банк может предложить клиенту изменение плавающей ставки на фиксированную, (при револьверном обязательстве, плавающую ставку с нижним и/или верхним пределом или любое другое изменение или поправку, привлекательные для клиента и приемлемые для банка с точки зрения цели и прибыльности.

Определение цены кредита включает также определение цены инструментов, предоставляемых за вознаграждение, например, гарантий, обязательств, аккредитивов на условии "стенд-бай" и т.д. Определение цены обеспеченных и гарантированных кредитов должно включать часто довольно значительные расходы, связанные с надзором и управлением этими кредитами. Соответственно, обеспеченные и гарантированные кредиты в основном обходятся заемщику дороже, чем необеспеченные. Детали определения цены должны быть расшифрованы в кредитном предложении и кредитном договоре.

В кредитном предложении могут оговариваться следующие услуги по ссудам:

1. Кредитная линия - вид услуг, когда клиент может взять в долг определенную сумму на определенный период, обычно не превышающий 180 дней, в т.ч.:

- уведомительная или подтвержденная линия - договоренность,

выражающая намерение банка кредитовать (не представляет собой официального обязательства банка, обычно комиссия не взимается);

- обязательственная линия - договоренность, согласно которой банк обязуется в письменной форме кредитовать клиента по его просьбе в соответствии со сроками и условиями, которые оговорены в договоре обязательства (представляет собой юридическое обязательство банка, банк обычно взимает плату за свое обязательство);

- направляющая линия - кредитная линия, одобренная внутри банка, но не одобренная с клиентом.

2. Обращающийся кредит ("револьверный") - обязательство по ссуде, вытекающее из формального соглашения, по условиям которого клиент может брать и возвращать ссуды по своему желанию до определенной суммы, причем предел кредитования восстанавливается после каждого возврата ссуды. Такое соглашение длится обычно более года; по договору взимается комиссия.

3. Краткосрочная ссуда ("ссуда на время") - одноразовая ссуда со сроком погашения кредита до одного года и погашаемая путем одного или нескольких платежей.

4. Срочная ссуда - любая одноразовая ссуда со сроком погашения свыше одного года.

Кроме обязательственной линии, любой из вышеперечисленных видов услуг может быть необеспеченным, обеспеченным или гарантированным. В дополнение к вышеупомянутым услугам существуют другие, реже встречающиеся, формы кредита.

## Глава 6. Финансовый анализ

Задача проектного анализа состоит в установлении ценности проекта, определяемой как разность между его положительными результатами (выгодами) и отрицательными результатами (затратами). Основные принципы проектного анализа реализуются с помощью аналитических методов, основанных на приведении текущих и будущих выгод и затрат в сопоставимый вид. Эта работа выполняется на основе стандартных методик, однако она не сводится к чисто рутинным процедурам по ряду причин:

- из-за условности и несовершенства многих показателей в методиках проектного анализа;
- из-за многообразия экономической реальности, требующей изощренного применения достаточно бедного аналитического инструментария;
- из-за необходимости использования методов финансового менеджмента, эффективных в реальном масштабе времени, для построения прогнозов.

Все это приводит к тому, что значительная часть проектных обоснований носит творческий характер и базируется на богатых теоретических знаниях и практическом опыте инвестиционной деятельности. Мировой опыт показывает, что основной объем работ по проектному анализу выполняется профессиональными консультантами.

Результаты проектного анализа используются для подготовки разделов бизнес-плана "Финансовый анализ" и "Экономическое обоснование проекта". Кроме того, проектный анализ имеет и самостоятельное значение, являясь основным инструментом совершенствования инвестиционных проектов и поиска их слабых мест.

Целый ряд финансовых аспектов проекта требует внимательного рассмотрения. Поэтому финансовый анализ инвестиционных проектов имеет несколько разновидностей, которые могут понадобиться в зависимости от типа проекта:

- анализ потребности в финансировании;
- финансовый анализ фирмы-держателя инвестиционного проекта;
- анализ возмещения издержек (как особый случай).

Каждый из указанных видов финансового анализа имеет особую задачу, зависящую от того, рассматривается ли финансовая целесообразность проекта с позиций проекта в целом или с точки зрения лиц, в интересах которых проект осуществляется, финансирующей проект организации и других экономических агентов, которые могут участвовать в осуществлении проекта. В таблице ниже представлены характеристики и сферы применения основных видов финансового анализа.

<b>Виды анализа</b>	<b>Анализ потребностей в финансировании</b>	<b>Финансовый анализ держателя инвестиционного проекта</b>
Назначение	Планирования обеспечения средствами для реализации проекта	Определение прочности финансового положения и качества управления держателя проекта

Позиции, с которых ведется анализ проекта	С позиций правительства, пользователей проекта и получателей выгоды от проекта	С позиций держателя проекта
Системы финансовой отчетности	Финансовый план	Счет прибылей и убытков, отчет о движении средств и балансовый отчет
Критерии	Степень покрытия расходов по обслуживанию долга	Норма отдачи, финансовые показатели
Применимость	Ко всем проектам	К и предприятиям

Различные виды финансового анализа используются при оценке целесообразности проектов, эффективности использования ресурсов, стимулов для участников проекта, обоснованности финансового плана, компетентности управления финансами и уровня прибыли, ожидаемого в результате осуществления проекта. Необходимость проведения того или иного вида анализа определяется тем, насколько сложен проект, является ли проект частным или государственным, а также к какой отрасли или подотрасли экономики проект относится.

#### Анализ потребностей в финансировании.

Такой анализ заключается в прогнозировании всех финансовых потребностей для осуществления проекта и составлении финансового плана, обеспечивающего поступление всех необходимых средств для завершения проекта и его эксплуатации.

Проблему планирования финансирования инвестиционных проектов можно сформулировать в виде следующих вопросов:

- Для какой цели (Краткосрочные или долгосрочные проекты) требуются средства и какие имеются возможности финансирования?
- Какая необходима сумма средств?
- Когда понадобятся деньги?

Достижение максимального экономического результата требует ответа на общий вопрос, связанный со всеми предыдущими: "Сколько стоит финансирование?" Таким образом, затраты на финансирование составляют своего рода противовес прибыли от инвестиций и важный фактор в планировании инвестиций.

Держатель проекта, обычно имеет несколько альтернативных возможностей финансирования. Они, естественно, не исключают друг друга и могут использоваться одновременно, что часто и происходит на практике.

Наиболее важные источники финансирования могут быть сгруппированы следующим образом.

А. Внешние источники:

- а) акционерный капитал (например, распространение акций в акционерном обществе, вложения учредителей в уставный фонд);
- б) заемный капитал:

- краткосрочный заемный капитал (кредиты поставщиков или краткосрочные займы кредитных учреждений);

- долгосрочный заемный капитал (кредит банков, инвестиции).

**Б. Внутренние источники:**

а) нераспределенная прибыль (речь идет о финансировании из доходов, т.е. из той части чистой прибыли, которая остается на предприятии после вычета расходов и распределения прибылей).

б) изъятие капиталовложений (например, продажа собственности и ускоренное взыскание долгов).

На практике, особенно при крупных капиталовложениях, все эти источники финансирования могут использоваться одновременно. Когда предприятие хочет увеличить свой собственный капитал в период активных капиталовложений, оно может брать ссуды в кредитных учреждениях, продлевать сроки оплаты счетов поставщиков, удерживать большую часть прибыли, а также высвобождать больше средств путем уменьшения запасов или ускорения взыскания долгов. При компенсационных капиталовложениях источником финансирования может быть доход, получаемый от реализации прежних капиталовложений.

После того, как получен ответ на первый вопрос: "Для какой цели нужны средства?" и встают два следующих: "Сколько средств нужно?" и "Когда они понадобятся?", необходимо увязать временное распределение финансирования с конкретными потребностями капиталовложения. Принципиально важно, чтобы финансирование происходило за счет использования таких источников, для которых погашение взятых ссуд идет из доходов от капиталовложения. Этот принцип, выражающий зависимость между потребностью в средствах и финансовым покрытием с учетом источников, размеров и временного распределения, означает в случае долгосрочных капиталовложений, что финансирование должно происходить за счет собственного капитала и долгосрочного ссудного капитала. Иначе может оказаться, что платежи должны производиться задолго до поступления соответствующих доходов.

Следует различать потребности в основных и оборотных средствах, необходимых для осуществления проекта, так же как различаются возможности их финансирования (собственные или заемные).

Финансовый план должен быть составлен исходя из текущих цен и показывать по годам в течение всего срока жизни проекта:

а) предстоящие капиталовложения и текущие издержки, включая реалистические поправки на непредвиденные изменения ценовых и физических показателей;

б) доходы, которые будут получены от продажи продукции проекта и из других источников;

в) источники оплаты инвестиций.

При подготовке финансового плана следует указать отдельно потребность в иностранной валюте, что облегчит выполнение финансовых требований иностранных кредиторов (международных организаций, коммерческих банков и др.), некоторые из которых финансируют отдельные статьи плана или издержки только в иностранной валюте. Финансовый план также рассматривает местные источники финансирования, в том числе собственные фонды организации, ответственной за проект, а также займы и вклады, которые можно будет получить от государственных и коммерческих организаций.

Финансовый план также должен принимать во внимание, будут ли пользователи и получатели выгод от проекта в состоянии оплатить продукты и услуги, которые предложит проект. Это особо важно для проектов по созданию инфраструктуры и

проектов в общественном секторе, где платежи пользователей являются основным источником поступлений средств на эксплуатацию проекта. В этих случаях готовность потребителей оплатить продукцию проекта определяет успех инвестиций.

#### Финансовый анализ держателя инвестиционного проекта.

Этот вид финансового анализа призван установить, насколько устойчиво финансовое положение фирмы и успешно ли ею руководят. Анализ определяет, способна ли фирма обеспечить поступления, достаточные для получения разумной отдачи от инвестированного в нее капитала, сможет ли ее структура капитала обеспечить обслуживание всех долгов и выполнение иных денежных обязательств, а также имеет ли она достаточно ликвидных средств (работающего капитала) для покрытия эксплуатационных расходов по мере их возникновения.

В финансовый анализ держателя проекта входит прогноз и анализ трех основных финансовых форм: прогноза доходов (прогноза прибылей и убытков), баланса и прогноза движения денежных средств. Эти перспективные оценки обычно охватывают период осуществления проекта и, по меньшей мере, первые несколько лет эксплуатации проекта.

Прогнозирование указанных финансовых документов требует тщательного анализа всех их компонентов и знания общепринятых правил бухгалтерского учета и финансовой отчетности. Поэтому прогнозирование надлежит поручать опытным бухгалтерам-аудиторам или финансовым аналитикам.

Целью прогнозов прибылей и убытков является определение прогнозных финансовых показателей деятельности планируемого предприятия, и прежде всего чистой прибыли. Указанный прогноз обычно готовится самым первым из других форм финансовых прогнозов, при этом определяется сумма прибыли, остающаяся в распоряжении предприятия после уплаты налогов. Прогноз прибылей и убытков

увязывает расходы фирмы с доходами за весь отчетный период, таким образом, отчет демонстрирует, насколько удачно осуществлялась деятельность фирмы. Разница между доходами фирмы и всеми расходами, включая налоги, составляет чистую прибыль фирмы за расчетный период.

Исходной точкой для составления прогноза финансовых результатов является прогнозирование объемов реализуемой продукции (продаж) в натуральном и стоимостном выражениях. Эти прогнозы могут быть получены различными путями, начиная от составления прогноза, исходя из динамики соответствующих показателей за последний отчетный период, и заканчивая сопоставлением детальных расчетов отделом, ответственным за сбыт продукции.

Наиболее распространенный метод - прогноз значения показателя, непосредственно используя темпы роста в процентах. Обычно первым рассматривается темп роста реализации. Далее оцениваются вертикальные соотношения: как повлияло изменение объема реализации продукции, работ или услуг на структуру издержек.

Этот расчет обычно состоит из следующих разделов: реализация, себестоимость реализованной продукции или услуг (переменные издержки), операционные затраты (постоянные издержки) и получаемые прибыли, налоги (проект может оказаться весьма чувствительным к налоговым платежам).

Важно помнить о том, что кредитора прежде всего волнует вопрос жизнеспособности предприятия. В большинстве случаев - по меньшей мере только проценты, а чаще и проценты, и доли основной суммы ссуды должны выплачиваться, начиная с первого месяца после ее получения. Поэтому способность к обслуживанию долга необходимо продемонстрировать сразу.

Потенциальная прибыль является для заимодавца весьма привлекательной стороной предприятия. Однако в силу того, что для него доход ограничивается величиной процентной ставки, этот фактор имеет второстепенное

значение в сравнении со способностью клиента погасить ссуду. В противоположность этому, инвесторы, получая свою долю в прибыли компании, прежде всего заинтересованы в потенциальном росте компании. Весьма сомнительно, чтобы инвестор вкладывал бы свои средства в компанию просто потому, что она может быть жизнеспособна.

Именно в интересах инвестора следует подчеркнуть и охарактеризовать ожидаемую динамику прибыли. Следует тщательно рассмотреть связь важнейших элементов прогноза прибыли с объемами продаж, то есть их соотношение с этими объемами в процентах. Вполне естественным будет представление этих данных в качестве составной части таких прогнозов.

Эти же данные сравниваются с аналогичными отраслевыми показателями для оценки ожидаемых результатов, а также достоверности самих прогнозов. Если не принимать во внимание те отрасли, в которых подобные данные отсутствуют (новые или быстро развивающиеся), то проектируемые показатели прибыли должны примерно соответствовать среднеотраслевым, а в случае их существенного расхождения следует давать необходимые пояснения.

#### Прогнозный баланс.

Получив данные о финансовых результатах хозяйственной (операционной) деятельности предприятия, следует перейти к составлению прогнозного баланса. Целью составления прогнозного баланса является расчет ожидаемых потребностей в денежных средствах по состоянию на последний день прогнозируемого периода, а также получение информации, необходимой для анализа финансового состояния предприятия на перспективу.

Отчет о движении денежных средств служит для измерения притоков и оттоков финансовых ресурсов фирмы за отчетный период. Необходимость подготовки данного отчета обусловлена тем, что понятие "доходы" и "расходы", используемые в отчете о прибыли, не выражают напрямую действительного движения денежных средств: затраты на реализацию продукции не всегда относятся к тому же временному интервалу, в котором продукция была отгружена потребителю. Также в отчете о прибыли отсутствует информация о других направлениях деятельности фирмы, кроме производственной (речь идет о финансовой и инвестиционной деятельности, см. табл.).

Таблиц  
а

Схема потоков наличных средств

Основная деятельность	Инвестиционная деятельность	Финансовая деятельность	Изменение остатка наличных средств за отчетный период
Доходы, полученные наличными средствами	Приобретение активов. Инвестиции в легкорезализуемые ценные бумаги. Кредиты выданные	Выпуск долговых обязательств. Выпуск акций. Заемные средства	
Затраты, произведенные наличными средствами	Реализация активов. Реализация инвестиций. Поступление платежей по выданным займам	Выплаченные дивиденды. Возврат заемных средств. Выкуп собственных акций	

К инвестиционной деятельности относятся приобретение или реализация инвестиций или основных средств, а также поступления или платежи по займам. Финансовая деятельность учитывает выпуск или выкуп собственных акций, выплату дивидендов, а также выпуск и оплату долговых обязательств.

Коэффициенты финансовой оценки проекта.

В процессе своего осуществления инвестиционный проект должен обеспечивать достижение двух главных целей бизнеса: получение приемлемой прибыли на вложенный капитал и поддержание устойчивого финансового состояния. Анализ того, насколько успешно будут решаться эти задачи, а также сопоставление между собой различных проектов и вариантов расчетов с различными наборами исходных данных может быть выполнен с помощью коэффициентов финансовой оценки.

Следует особо оговорить, что методы финансовой оценки проекта взяты из практики анализа финансового состояния действующих предприятий, где их применение позволяет "нащупать" неочевидные тенденции развития и оценить реальную эффективность политики в области финансов, маркетинга и инвестиций. При подготовке проектов, напротив, информация, получаемая с помощью этих методов, обречена на чисто иллюстративный характер, являясь лишь одним из результатов обработки заранее заданного набора исходных данных.

На основе информации, содержащейся в базовых формах финансовой оценки, могут быть рассчитаны десятки коэффициентов, которые могут быть разбиты на четыре основные категории: показатели финансовой устойчивости, показатели рентабельности, показатели текущей платежеспособности, оценка деловой активности.

В табл. представлены некоторые из коэффициентов. Приводимый набор не является ни исчерпывающим, ни обязательным. Однако, он может помочь оценить инвестиционный проект с достаточной полнотой.

Таблица  
Коэффициенты финансовой оценки за год возврата кредита

Наименование позиции	Расчетная формула
Показатели финансовой устойчивости :	
- коэффициент задолженности (финансового риска)	$ЗК/СК$
- коэффициент маневренности собственных источников	$СОС/(СК+ДК)$
- коэффициент финансовой устойчивости	$(СК+ДК)/ВБ$
- коэффициент автономии	$СК/ВБ$
Оценка рентабельности:	
- рентабельность продукции	$ПБ/Р$
- рентабельность основной деятельности	$ПР/ЗП$
- рентабельность собственного капитала	$ПЧ/СрСК$

- период окупаемости собственного капитала	СрСК/ПЧ
- рентабельность ресурсов	ПБ/СрВБ
Показатели текущей платежеспособности :	
- коэффициент общей ликвидности	(Д+Расч.+пр)/ТО
- коэффициент абсолютной ликвидности	Д/ТО
- коэффициент покрытия	ТА/ТО

Оценка деловой активности :	
- фондоотдача	Р/СрОФ
- оборачиваемость производственных запасов, обороты	ЗП/СрЗ
- срок хранения запасов, дни	360/обороты запасов
- оборачиваемость собственного капитала	Р/СрСК
- оборачиваемость всего капитала	Р/СрВБ

Обозначения:

ПЧ - чистая прибыль; Р - выручка от реализации; ПБ - прибыль балансовая; ЗП - затраты на производство; ВБ - валюта баланса ; ТА - текущие активы; СрВБ - средняя валюта баланса; ТО - текущие обязательства; СК - собственный капитал; (Д+Расч.+пр) - денежные средства, СрСК - средний собственный капитал; расчеты и прочие обязательства СрОФ - средняя стоимость основных Д - денежные средства; фондов ; СОС - собственные оборотные ДК - долгосрочные кредиты ; средства ; ЗК - заемный капитал ; СрЗ - средний уровень запасов.

Финансовую устойчивость проекта можно охарактеризовать рядом предложенных показателей. Аналитическая оценка показателей финансовой устойчивости осуществляется путем сравнения рассчитанных показателей с оптимальными, вытекающими из экономической практики :

коэффициент задолженности (финансового риска ) : 50-100 %;  
коэффициент маневренности собственных источников : 40-80 %;  
коэффициент финансовой устойчивости : 50-100 % ;  
коэффициент автономии : 40-60 % .

Выбор оптимального сочетания акционерного и заемного капитала представляет собой выбор между относительно более низкой стоимостью кредитов (по сравнению с дивидендами) и риском, связанным с обязательствами по обслуживанию внешней задолженности, не допускающими отсрочки платежей. Высокий удельный вес внешних источников финансирования снижает маневренность проекта с точки зрения возможности привлечения дополнительных финансовых ресурсов.

При анализе рентабельности проекта необходимо учитывать временной аспект. Обычно на первых стадиях реализации проекта рентабельность ниже, чем на стадиях выхода на проектную мощность. Это связано с относительно низкими объемами продаж и высокими капитальными вложениями. Для анализа динамики рентабельности проекта можно использовать следующие показатели:

- рентабельность продукции - показывает сколько прибыли приходится на единицу продукции;
- рентабельность основной деятельности - коэффициент рентабельности, очищенный от выплат по кредитам;

- рентабельность собственного капитала - свидетельствует об эффективности использования той части капитала, которая инвестирована за счет собственных источников финансирования;
- период окупаемости собственного капитала - показывает, за какое время окупятся собственные вложения в проект (можно сравнить с периодом окупаемости инвестиционных средств);
- рентабельность ресурсов - характеризует эффективность использования всего имущества проекта.

Третья группа финансовых коэффициентов - показатели текущей платежеспособности. Для анализа платежеспособности проекта необходимо рассчитать три коэффициента и сравнить их с оптимальными :

- коэффициент покрытия : 2-3;
- коэффициент общей ликвидности :  $\geq 1$ ;
- коэффициент абсолютной ликвидности :  $\geq 20\%$ .

Четвертая группа финансовых коэффициентов - показатели деловой активности :

- фондоотдача - характеризует эффективность использования основных средств;
- оборачиваемость производственных запасов - показывает скорость списания запасов в производство за анализируемый период;
- срок хранения запасов - показывает время нахождения материалов в запасе за анализируемый период;
- оборачиваемость собственного капитала - характеризует эффективность использования собственных средств держателя проекта и необходима, чтобы показать , что эффективно используются не только инвестиционные средства, но и собственные;
- оборачиваемость всего капитала - отражает скорость оборота всего капитала проекта.

Оценка динамики предложенных показателей может свидетельствовать о правильной или неправильной политике продаж ( рост или снижение производственных запасов, незавершенного производства, затоваривание готовой продукцией, инфляционный рост цен).

## Глава 7. Экономическое обоснование инвестиционных проектов

Оценка экономической эффективности инвестиционного проекта - заключительный этап проведения прединвестиционных исследований, основывается на информации, полученной и проанализированной на всех предшествующих этапах работы. Поэтому именно эта информация является ключевой при принятии потенциальным инвестором решения об участии в проекте. Ценность результатов, полученных на данном этапе, зависит от полноты и достоверности исходных данных. По разным сведениям, подготовка и обработка исходных данных для оценки проекта занимает от 50 до 90% общих трудозатрат, в зависимости от уровня прединвестиционных исследований.

Существуют стандартные методы, используемые для анализа эффективности инвестиций, которые базируются на простых (учетных) оценках и дисконтированных оценках. Методы дисконтирования позволяют приводить текущие и будущие платежи или поступления в сопоставимый вид. Это важно для корректной оценки проектов, связанных с долгосрочными вложениями капитала. При этом надо учесть тот факт, что изменение ценности денежных сумм происходит не только в связи с инфляцией. В качестве приближенного значения ставки дисконта могут быть использованы существующие усредненные процентные ставки по долгосрочным банковским кредитам.

Специалисты по проектному анализу используют различные показатели достоинства проектов при экспертизе их инвестиционных перспектив. Двумя главными показателями служат чистая приведенная (дисконтированная) ценность и ставка дохода (норма рентабельности) от инвестиций. Некоторые системы оценки используют индекс рентабельности инвестиций и другие показатели. Наконец, в некоторых проектах отсутствует возможность денежного выражения доходов/выгод, и поэтому приходится прибегать к иным критериям для определения того, насколько эффективно применяются используемые в проекте ресурсы.

Чистая приведенная ценность (NPV - Net Present Value) равна разности между текущей ценностью потока будущих доходов или выгод и текущей ценности потока будущих затрат на осуществление, эксплуатацию и техническое обслуживание проекта на всем протяжении срока его жизни. Чистую приведенную ценность можно рассматривать как текущую ценность потока доходов или выгод от сделанных капиталовложений. В финансовом анализе рентабельности NPV представляет собой текущую ценность потока чистых поступлений, получаемых лицом или фирмой, в интересах которых предпринимается проект.

Для калькуляции чистой приведенной ценности проекта необходимо определить соответствующую ставку дисконта, использовать ее для дисконтирования потоков выгод и затрат, а затем суммировать полученные приведенные ценности. Следующее выражение иллюстрирует необходимые арифметические действия:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{V_t}{(1+i)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1+i)^t}$$

где

NPV- чистая приведенная ценность;

$V_t$  - суммарные выгоды или доходы проекта в  $t$ -ый год;

$C_t$  - затраты на проект в  $t$ -ый год;

$i$  - ставка дисконта;

$n$  - срок жизни проекта.

В анализе финансовой рентабельности ставка дисконта обычно является стоимостью капитала для фирмы. В случае экономического анализа ставка дисконта должна представлять собой альтернативную стоимость капитала, т.е. прибыль, которая могла бы быть получена при инвестировании в альтернативные проекты. Если сумма дисконтированных ценностей имеет положительное значение, проект окажет положительное влияние на результаты деятельности фирмы или экономики в целом и может быть рекомендован для финансирования.

Пример:

Расчет NPV при ставке  $i = 8\%$  в квартал

Период	Доходы	Затраты без учета амортизации			Чистые доходы	Кэф-т дискон-та	Дисконтиро-ванные чистые доходы
		кап-ные	текущие	Ct			
t	Bt			Ct	Bt-Ct	$1/(1+i)^t$	
0	-	250000	50000	300000	-300000	1	-300000
1	720000	-	450910	450910	269090	0,926	249157,4
2	744000	-	456130	456130	287870	0.857	246802,1
3	845000	-	491110	491110	353890	0,794	280929,2
4	910000	-	491110	491110	418890	0,735	307896,6
	3919000		2189260				784785,3

Внутренняя ставка дохода (IRR - Internal Rate of Return) (или внутренняя норма рентабельности) по проекту равна ставке дисконта, при которой выгоды равны затратам. Иными словами, внутренняя ставка дохода - это ставка дисконта, при которой чистая приведенная ценность проекта равна нулю. Внутренняя ставка дохода равняется максимальному проценту по ссудам, который проект может платить за финансирование инвестиций и ресурсов, необходимых для эксплуатации проекта, оставаясь при этом самокупаемым.

Внутренняя ставка дохода вычисляется методом проб и ошибок. Большинство финансовых калькуляторов и компьютерные программы типа "электронных таблиц" позволяют осуществить эффективный расчет внутренней ставки дохода. Формула для расчета внутренней ставки дохода имеет вид:

где

$$0 = \sum_{t=0}^n (B_t - C_t) / (1 + IRR)^t$$

n- количество лет;

IRR- внутренняя ставка дохода.

Пример:

Расчет IRR методом последовательных приближений

Год	Чистые доходы	NPV при i=91%	NPV при i=92%
0	- 300000	-300000	-300000
1	269090	140884,81	140151,04
2	287870	78909,56	78089,73
3	353890	50788,83	49999,37
4	418890	31475,06	30824,43
		+ 2058,24	- 935,43

Внутренняя ставка дохода равна: 2058,24

$$IRR = 91 + \frac{2058,24}{935,43} = 91,7\%$$

Существуют проекты, для которых величина NPV становится равной нулю при нескольких значениях ставки дисконта, т.е. проекты, имеющие не одну, а несколько внутренних ставок дохода. Это может произойти в случае проекта, требующего значительных реинвестиций во время его реализации. При этом величина NPV не будет монотонно уменьшаться по мере того, как с ростом ставки дисконта будущие затраты становятся менее важными. В этом случае, внутренняя ставка дохода является слишком неоднозначным показателем достоинства проекта.

Внутренняя ставка дохода от проектов, принятых для финансирования, варьируется в зависимости от отрасли экономики и от того, является держатель проекта частным или государственным предприятием. Так, например, разведка полезных ископаемых - более рискованное предприятие, чем производство товаров народного потребления, и поэтому инвесторы в горнорудный проект могут потребовать более высокой ставки дохода для компенсации большего риска, которому они подвергаются по сравнению с инвесторами в предприятие по изготовлению продукции массового спроса. Во-вторых, частные инвесторы, как правило, преследуют только свои интересы при выборе объекта инвестирования. Внутренняя ставка дохода для частных инвесторов должна быть по меньшей мере равна ставке дохода от доступных им альтернативных инвестиций с учетом различных степеней риска.

Индекс рентабельности инвестиций (SRR - Simple Rate of Return) - является отношением дисконтированных выгод к дисконтированным затратам. Существует несколько вариантов этого соотношения. Наиболее часто встречается простое отношение всех приведенных выгод ко всем приведенным затратам без учета знака этих двух величин. Отношение больше единицы указывает на то, что проект заслуживает внимания, так как это отношение просто означает, что NPV положительна (приведенные выгоды превышают приведенные затраты). Проекты, характеризующиеся большим отношением выгоды/затраты, выгоднее, чем проекты с меньшим отношением выгоды/затраты. Утверждение, что проекты с более высокой NPV выгоднее проектов с меньшим значением NPV, означает то же самое.

Формула для расчета индекса рентабельности инвестиций имеет вид:

$$SRR = \frac{\sum_{t=1}^n B_t / (1+i)^t}{\sum_{t=0}^n C_t / (1+i)^t}$$

Пример:

Расчет SRR (при  $i = 8\%$  в квартал)

Период	Доходы	Расходы
0	-	300000
1	666666,66	417509,25
2	637860,07	391057,95
3	670788,23	389858,94
4	668877,15	360980,55
	2644192	- 1859406,6

SRR = 1,422

Период окупаемости капиталовложений (PBP - Pay-Back Period).

Смысл этого показателя заключается в определении продолжительности периода в течение которого проект будет работать "на себя", то есть через какое время после начала эксплуатации проекта будут компенсированы инвестиции и оборот денежных средств станет положительным. Весь объем генерируемых проектом денежных средств, к которым относятся сумма прибыли и амортизации, засчитывается как возврат на первоначально инвестированный капитал.

Пример:

Расчет PBP

Период	Поток доходов долл.	Коэффициент дисконтирования	Будущие доходы приведенные в настоящем времени, тыс.руб.	Будущие доходы нарастающим итогом, приведенные в настоящем времени, тыс.руб.
-1-0	-300000	1	-300000	-300000
0-1	269090	0,926	249157,4	-50842,6
1-2	287870	0,857	246802,12	195959,52

*Период окупаемости капиталовложений равен:*

$$PBP = 1 + \frac{50842,6}{50842,6 + 195959,52} = 1,2 \text{ квартала (3,6 месяца)}$$

#### Анализ безубыточности.

Этот вид анализа демонстрирует, каким должен быть объем продаж для того, чтобы компания могла без посторонней помощи выполнить свои денежные обязательства. Такой анализ - по сути чисто механический, и хотя необходимые допущения порой снижают его точность, он позволяет получить грубую оценку объема, который должен быть обеспечен для того, чтобы компания не имела убытков.

Анализ безубыточности обычно имеет большее значение для заимодавца, чем для инвестора, поскольку его прежде всего волнует вопрос о жизнестойкости компании и ее способности к обслуживанию долга, в то время как инвестор ищет для себя варианты с высокой нормой прибыли. В любом случае анализ безубыточности помогает определить важнейший этап на жизненном пути компании - точку, в которой средств, выручаемых от продаж, становится достаточно для выполнения всех денежных обязательств.

Метод расчета безубыточности представлен расчетом так называемой "точкой безубыточности" (Break-Even Point-BEP) - точкой достижения равновесия, равной объему производства или реализации продукции, при котором нет ни прибыли, ни убытков. Чем ниже будет этот уровень, тем более вероятно, что проект будет жизнеспособен в условиях непредсказуемого сокращения рынков сбыта и, следовательно, тем ниже будет риск инвестора.

Для расчета безубыточного состояния нужно:

1. Разделить все денежные обязательства на постоянные и переменные.

Постоянное обязательство - это такое, которое не изменяется от уровня продаж, например, погашение долга. Переменное же обязательство находится в зависимости от этого уровня. Примером может послужить себестоимость реализованной продукции.

Следует отметить, что многие обязательства нельзя отнести только к чисто постоянным или переменным. Например, общая сумма заработной платы может включать фиксированный оклад служащих и переменную заработную плату работников, занятых на производстве. В таком случае лучше всего разделить подобное обязательство на постоянный и переменный компоненты.

2. Рассчитать общие суммы постоянных и переменных затрат. Общая сумма постоянных обязательств представляется абсолютной величиной. Общая же сумма переменных затрат представляется как процент от объема продаж.

3. Полученные числа затем нужно подставить в следующую формулу:

$$BEP = \frac{FC}{SR - VC}$$

где

BEP - точка безубыточности;

FC - условно-постоянные расходы (fixed costs);

SR - удельная выручка от реализации (sales revenues);

VC - удельные переменные расходы (variable costs)

Пример:

Расчет BEP.

Исходные данные:

объем продаж за год - 50000 шт.

удельная выручка - 64,38 тыс.долл. за 1 шт.

удельные переменные издержки -34,27 тыс.долл.за 1 шт.

постоянные издержки - 219438 тыс.долл.

$BEP = 219438 / (64,38 - 34,27) = 7288$  шт.

#### Сравнение различных показателей.

Соотношение между тремя главными дисконтированными показателями достоинства проектов поддается четкому определению. Внутренняя ставка дохода равна той ставке дисконта, при которой чистая приведенная ценность проекта равняется нулю, а индекс рентабельности инвестиций равняется единицы. Для чистой приведенной ценности, внутренней ставки дохода и индекса рентабельности инвестиций формальным критерием является принятие всех проектов, имеющих положительную чистую приведенную ценность, или всех проектов, имеющих внутреннюю ставку дохода, превышающую альтернативную стоимость капитала, или всех проектов, для которых индекс рентабельности инвестиций равен единицы и выше.

Если задача проектного анализа сводится к ответу на вопрос о том, следует ли предпринимать проект, то все три критерия дадут одинаковый результат. Проекты, характеризующиеся положительным значением NPV, если дисконтирование велось в соответствии с альтернативной стоимостью капитала, также имеют внутренний доход выше минимального уровня окупаемости и SRR выше единицы. Однако, проектный анализ применяется также для оценки достоинств различных вариантов проекта, различных масштабов и графиков его реализации.. При этом показатели достоинства проекта, сопоставляются для установления относительных преимуществ различных технологий, масштабов проекта и графиков его осуществления. В этих случаях чистая приведенная ценность служит единственным непротиворечивым показателем, позволяющим осуществить надежное ранжирование вариантов проекта в соответствии с задачей максимизации выгод от капиталовложений.

Такое положение объясняется тем, что скорость, с которой NPV какого-либо проекта уменьшается с ростом ставки дисконта, неравномерно и зависит от структуры затрат и выгод на протяжении всего срока жизни проекта. Поэтому проект с самым высоким значением NPV не обязательно имеет наивысшую внутреннюю ставку дохода.

Многие специалисты по проектному анализу предпочитают критерий чистой приведенной ценности из-за его простоты, однозначности и предоставляемой им возможности выбора оптимального варианта проекта из ряда вариантов. Для использования этого показателя нужно, чтобы специалисты по проектному анализу подготовили информацию об альтернативной стоимости капитала, т.е. доходах, которые могли бы быть получены от других возможных инвестиций. Последнее возможно лишь при условии нормально функционирующего рынка капитала и четкого представления о существующих альтернативных возможностях.

В практике банков-кредиторов внутренняя ставка дохода используется в качестве основного показателя при передаче на утверждение материалов о предоставлении займов под проекты, так как внутренняя ставка дохода позволяет не проводить детального сравнения альтернативной стоимости капитала в разных странах и

избежать трудностей, связанных с выявлением мировой альтернативной стоимости капитала. Тем не менее, при обосновании осуществимости отдельных проектов-кандидатов на финансирование банком, используется показатель чистой приведенной ценности в интересах сравнения вариантов и выбора наилучшего варианта проекта.

Некоторые особенности таких критериев, как чистая приведенная ценность, внутренняя ставка дохода и индекс рентабельности инвестиций сопоставляются в таблице

«Сравнение дисконтированных показателей достоинства проекта».

Предмет	Чистая приведенная ценность NPV	Внутренняя ставка дохода IRR	Индекс рентабельности инвестиций SRR
Критерий выбора проектов	Свидетельствует о приемлемости всех проектов с $NPV > 0$ при дисконтировании по альтернативной стоимости	Свидетельствует о приемлемости всех проектов с IRR равным или большим альтернативной стоимости капитала	Свидетельствует о приемлемости всех проектов с $SRR > 1$ при дисконтировании по альтернативной стоимости капитала
Ранжирование	Не позволяет ранжировать проекты по порядку их реализации	Может дать ложное ранжирование проектов	Может дать ложное ранжирование проектов
Взаимоисключающие проекты	Свидетельствует в пользу выбора варианта с наибольшей NPV при дисконтировании по альтернативной стоимости капитала	Не может быть использован непосредственно: необходимо сравнить приращение выгод и затрат по различным проектам	Не может быть использован непосредственно

Ставка дисконта	Необходимо определить реалистичную ставку дисконта, отражающую альтернативную стоимость капитала	Определяется как внутренняя величина: необходимо определить альтернативную стоимость капитала для использования в качестве минимального коэффициента окупаемости	Необходимо определить реальную ставку дисконта, отражающую альтернативную стоимость капитала
-----------------	--	--	--

Особые случаи (трактовка кредитных сделок).

Получение займов, кредитование, проценты и платежи в счет погашения ссуд не включаются в потоки расходов и поступлений в ходе анализа экономической и финансовой целесообразности проекта. Такое положение объясняется тем, что достоинство проектов должно измеряться независимо от метода финансирования. Другими словами, проект, выгоды которого ниже затрат, не может и не должен казаться более рентабельным благодаря субсидированному финансированию. И наоборот, проект, приносящий большие выгоды, не должен выглядеть хуже по причине больших затрат на его финансирование. Тем более, что платежи должников в точности компенсируются доходами кредиторов, так что в кредитной сделке не создается никакой ценности, т.е. отсутствуют и выгоды и затраты.

Тем не менее, затраты на финансирование учитываются при оценке целесообразности проекта с точки зрения инвестиций владельца, так как непоплаченные займы являются обязательствами, которые владелец должен будет оплатить. Таким образом, при разработке финансового плана проекта как владелец, так и финансист захотят убедиться, что проект обеспечит достаточные денежные поступления (в противовес различным другим выгодам), необходимые для обслуживания долгов.

## Глава 8. Анализ чувствительности и рисков

В рамках проектного анализа выполняется три вида работ, связанных с различными аспектами риска:

- оценка влияния комплекса труднопредсказуемых динамичных факторов, зависящих от внешнего окружения проекта;
- определение вероятности возникновения отклонений в ходе организации и осуществления самого инвестиционного проекта;
- разработка системы мероприятий, связанных с защитой от риска (как в части внешнего окружения, так и инвестиционного проекта).

Приступая к работе над инвестиционным проектом, нужно учитывать, что основной задачей анализа неопределенности и риска является разработка стратегии получения запланированных результатов и эффективного управления необходимым уровнем риска. Эта стратегия представляет собой разработку основ политики принятия решений, с тем, чтобы своевременно и последовательно использовать любую возможность осуществления проекта и в то же время удерживать риск на управляемом уровне.

В решении проблемы оценки неопределенности и разработки рисковой стратегии необходимы определенные навыки и умение правильно выбирать те виды риска, которые можно правильно оценить и которыми впоследствии можно достаточно эффективно управлять. Естественно, что сделав выбор в пользу принятия определенных видов риска, необходимо быть готовым к постоянному отслеживанию и управлению выбранными видами риска. Целесообразно поэтому перед началом разработки рисковой стратегии выявить возможные источники рисков и классифицировать виды рисков.

Обычно определяют внешние и внутренние источники возникновения рисков. Существенную роль в возникновении ситуаций неопределенности играет внешняя по отношению к проекту и его участникам среда. К таким внешним определяющим риска относятся изменение экономической политики государства, деловые циклы в экономике и общее ее состояние, инфляция, изменения спроса и цен и т.д. Не менее важны внутренние причины, способные повлиять на ход и результаты осуществления проекта. К ним относятся ошибки, сделанные при прогнозировании доходов и расходов, связанных с проектом, невозможность выполнения принятых обязательств, ошибки при управлении проектом, неверная оценка ожидаемых результатов.

Основываясь на классификации различных видов риска, следует выбирать соответствующий аппарат для их оценки. Практически все риски делятся на качественные и количественные. Соответственно, оценка риска, его стоимости и величины, определение методов управления риском требуют навыков количественной и качественной оценки.

Риски, относимые к качественным, связаны с общим состоянием экономики, конкуренцией, положением в отрасли, маркетинговыми перспективами продукции проекта и т.д. Подобные факторы сложно оценить с помощью методов количественного анализа, часто возникают затруднения и со сбором достоверной информации.

Качественный анализ проводится по нескольким основным направлениям:

- вид отрасли и характер деятельности;
- конкурентная позиция предприятия;

- производственная эффективность (оснащенность, цены, ассортимент);
- менеджмент;
- законодательная и нормативная среда отрасли;
- рынок (глубина, качество, клиенты).

При оценке рисков инвестиционных проектов важен учет делового риска. Деловой риск связан с невозможностью закончить реализацию проекта, что может быть связано как с изменениями общей экономической ситуации, так и с изменением ситуации в отрасли, к которой относится проект, или с характером деятельности фирмы, осуществляющей проект. Поэтому оценка уровня делового риска по направлениям, представленным в табл., дает возможность с достаточной уверенностью представить среду осуществления проекта и его рыночное окружение.

Таблица «Направления оценки делового риска»

Основные направления оценки	Факторы делового риска
РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ЦИКЛОМ	С <ul style="list-style-type: none"> <li>- стабильность и надежность поставок;</li> <li>- условия использования и хранения материалов;</li> <li>- обеспечение транспортом и уровень транспортных расходов;</li> <li>- экологическая ситуация;</li> <li>- возможность диверсификации поставщиков и подрядчиков.</li> </ul>
ЦЕНОВЫЕ РИСКИ	<ul style="list-style-type: none"> <li>- устойчивость цен на сырье, материалы, оборудование и возможность прогнозирования на период реализации проекта;</li> <li>- зависимость цен от движения валютных курсов.</li> </ul>
РИСКИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ПРОЕКТА	<ul style="list-style-type: none"> <li>- правильность определения трудо- и капиталоемкости производства;</li> <li>- обеспеченность всеми видами ресурсов.</li> </ul>
МАРКЕТИНГОВЫЕ РИСКИ	<ul style="list-style-type: none"> <li>- эластичность спроса на продукцию и подверженность его циклическим колебаниям;</li> <li>- возможность быстрого устаревания продукции под воздействием НТП;</li> <li>- острота конкуренции на рынке;</li> <li>- перспективы продвижения товара на рынок;</li> <li>- правильность ценовой политики.</li> </ul>

На уровне проведения качественного анализа накапливается, анализируется и сопоставляется информация из различных источников, определяются перспективы и тенденции развития проекта. На основе обобщения результатов определяется среда, в которой предстоит осуществлять проект и в которой он будет впоследствии функционировать. Для комплексного анализа риска проекта недостаточно оценок, сделанных на качественном уровне. Их необходимо дополнить оценками, полученными с использованием количественных методов.

Широко распространенным методом количественной оценки неопределенности является финансовый анализ. Существует несколько возможностей получения информации для проведения финансового анализа. Основным источником является финансовый отчет предприятия, удостоверенный аудитором. Такой отчет с достаточной степенью достоверности дает представление о положении предприятия. Наряду с финансовым отчетом могут применяться оценки сторонних экспертов или консультантов, информация, полученная от партнеров, банковских и кредитных учреждений. Финансовый анализ производится, исходя из данных балансового отчета и расчета основных финансовых коэффициентов.

Наряду с расчетом финансовых коэффициентов производится анализ денежных потоков, который позволяет измерить возможности предприятия за счет собственных средств покрыть вложения в проект, а также погашать задолженность по банковским кредитам. Отчет о денежных потоках состоит из балансового отчета, отчета о доходах, расчета чистого капитала. Анализ денежных потоков позволяет оценить сальдо всевозможных видов расходов и поступлений предприятия. Таким образом, на основе финансового анализа определяется устойчивость финансового положения предприятия и дается оценка его способности реализовать до конца намеченный проект.

Учет риска и неопределенности проводится с помощью специфических методов и приемов, таких как анализ чувствительности. Поскольку оценка проекта чаще всего основывается на предположении о благоприятных условиях его реализации, анализ чувствительности призван устранить этот недостаток. Анализ чувствительности позволяет проследить изменения основных критериев оценки вместе с изменением важнейших факторов, способных существенно повлиять на проект.

Анализ чувствительности применим как к одному фактору, так и к группе факторов, влияние которых корректирует первоначальную оценку проекта. Он имеет большое значение для учета риска и выявления факторов, которые могут повлиять на результат проекта. Разработка нескольких сценариев развития проекта позволяет выделить направления и этапы реализации проекта, требующие более пристального внимания или переоценки. Однако, анализ чувствительности не рассчитан на учет всего спектра обстоятельств, влияющих на исход проекта. Кроме того, поскольку вероятности наступления тех или иных событий не уточняются, то и выводы, сделанные на основе анализа чувствительности, не могут служить однозначными и максимально достоверными рекомендациями по осуществлению проекта.

Анализ риска опирается на использование экономико-статистических методов и оценок. Он определяет вероятностные пределы изменения ключевых переменных, способных повлиять на исход проекта. Затем проводится серия проверочных расчетов, на основании которых анализ риска позволяет оценить распределение вероятностей различных исходов проекта и его ожидаемую ценность. Классическая схема проведения анализа риска состоит из пяти этапов:

1. На первом этапе на основании оценок экспертов строятся кривые неопределенности для каждого ключевого фактора. Такими факторами могут выступать объем рынка, доля рынка, контролируемая фирмой, цены и т.д. Кривые

неопределенности отражают вероятности достижения тем или иным фактором всех возможных значений.

2. Моделируются различные ситуации, при этом выбираются величины кривых неопределенности в соответствии с имеющимися вероятностями.

3. Вычисляется значение критерия оценки проекта, соответствующее выбранным величинам ключевых факторов (критерием оценки служат чистая приведенная ценность, внутренняя норма рентабельности и т.д.).

4. В процессе повторения вычислений определяется процент ситуаций, входящих в пределы заданных величин ценности проекта.

5. На основе этих совокупных вероятностей строится кривая риска проекта, которая отражает вероятности достижения возможных величин дохода от проекта.

Проведение такого анализа требует не только соответствующего математического аппарата, но и наличия обширной и достоверной базы экономической информации, которая могла бы использоваться для первоначальных экспертных оценок и на последующих этапах. К сожалению, получение информации нужного объема и качества на практике затруднительно. Поэтому, из возможных путей анализа риска наиболее доступным в современных условиях является построение балльной оценки инвестиционного риска.

Балльная оценка риска предполагает прежде всего качественный анализ проекта и на основе его - экспертную оценку риска. Для оценки выбирается набор наиболее общих показателей, которые должны корректироваться для конкретных проектов. Также необходимо корректировать предложенные факторы при оценке риска проекта в процессе его реализации. Предлагаемые ниже группы показателей охватывают в целом все важные аспекты осуществления инвестиционных решений. Кроме того, эти факторы существенны практически для всех видов инвестиционных проектов, что обеспечивает широту применения данной методики в качестве базовой.

Система построения балльной оценки риска включает в себя последовательный анализ трех групп показателей:

### **Учебные материалы для самостоятельного прочтения**

87

#### I. Источников инвестиций и структуры капитала

(включает оценку обеспеченности финансовыми ресурсами и доли различных источников, учет непредвиденных расходов в суммарных вложениях в проект, распределение инвестиций по стадиям реализации проекта).

#### II. Производства и рынков сбыта

(оцениваются доля рынка, изменение платежеспособного спроса на продукцию, конкуренция).

#### III. Технологических условий

(оцениваются стоимость ресурсов, включая сырье, энергоносители, транспорт, мощности для выполнения проекта, а также экологический риск и полнота проектной информации).

Балльная оценка риска инновационного проекта проводится по трем группам показателей:

## I. Источники инвестиций и структура капитала.

### 1.1 Обеспеченность финансовыми ресурсами за счет:

- а) размещения ценных бумаг (доля в финансировании равна d1, балл равен 3); б) займов и кредитов местных и федеральных органов (доля в финансировании равна d2, балл равен 1);
- в) среднесрочных и краткосрочных кредитов (доля в финансировании равна d3, балл равен 2).

Для получения общей оценки суммируются по пунктам а), б), в), произведения долей в финансировании и балльных оценок.

### 1.2 Непредвиденные расходы в общем объеме финансирования:

- до 10% объема финансирования - 1;
- 10 -30 % - 0;
- свыше 30 % - 1.

### 1.3 Распределение инвестиций по стадиям выполнения проекта:

- а) предынвестиционная стадия (доля в финансировании равна d1, балл равен 3);
- б) реализация проекта (доля в финансировании равна d2, балл равен 2);
- в) начало функционирования проекта (доля в финансировании равна d3, балл равен 1).

Общая оценка определяется суммированием по пунктам произведений баллов на долю в финансировании.

## II. Производство и рынки сбыта

### 2.1 Оценка доли рынка, на которую ориентирован проект:

- а) до 5% - 0 б) 5
- 10% - 1 в) 10 -
- 20 % - 2

## Учебные материалы для самостоятельного прочтения

88

- г) 20 -50 % - 3
- д) свыше 50 % - 4

Полученная оценка умножается на коэффициент, соответствующий ориентации проекта на региональный рынок (0,1), внутренний рынок России (0,3), внутренний и внешний рынки (0,6).

### 2.2 Изменение платежеспособного спроса на продукцию:

- а) слабое - 0 б)
- среднее - 1 в)
- значительное - 2

### 2.3 Влияние конкуренции:

- а) отсутствует - 0
- б) незначительно влияет на
  - объемы и условия производства - 1 в)
  - оказывает существенное влияние - 2 г)
  - определяет условия функционирования

проекта - 3

### III. Технологические условия

3.1 Прогноз изменения стоимости сырья и энергоресурсов а) до 10

% - 1

б) 10 - 30 % - 2 в)

30 - 50 % - 3 г)

свыше 50% - 4

Оценка по каждому виду ресурсов умножается на коэффициент влияния стоимости ресурсов на результаты проекта: влияние отсутствует (1), слабое (

1,1), значительное (1,3), определяющее влияние (1,6). Общая оценка пункта

3.1 получается суммированием оценок ресурсов.

3.2 Наличие производственной инфраструктуры: а)

отсутствует - 2 б)

отдельные элементы

производственной

инфраструктуры -

1 в)

комплекс производственной

инфраструктуры -

0

3.3 Экологический риск:

а) экологическая экспертиза не проводилась - 2

б) проведена предварительная экологическая экспертиза - 1

г) предусмотрены природоохранные мероприятия - 0.5

3.4 Подготовка пакета документов по проекту:

а) подготовлена только проектная документация - 2 б)

дополнительно проведено исследование рынка - 1 в)

проведено комплексное исследование аспектов

реализации проекта - 0

### Учебные материалы для самостоятельного прочтения

89

Полученные для каждого вида риска оценки позволяют построить профиль риска проекта по всем (или наиболее важным) показателям. Ориентируясь на значения профиля риска, можно выделить те аспекты и стадии проекта, которые требуют дополнительной разработки или более пристального внимания при осуществлении проекта. Кроме того, профиль риска позволяет сравнивать различные варианты инвестиционных решений, а также предлагаемые к разработке новые проекты с уже функционирующими.

На основе анализа вышеуказанных групп показателей вычисляется совокупная оценка риска проекта (R). Для ее получения суммируются баллы по всем видам риска. В то же время вычисляется максимально возможная величина риска (Rmax) данного проекта. Текущая совокупная оценка риска при сравнении ее с максимально возможным уровнем риска показывает относительную степень риска реализации конкретного инвестиционного решения.

Можно предложить шкалу для соотношения R/Rmax. Если это отношение меньше 0,5, то степень риска проекта невысока, значение в интервале от 0,5 до

0,8, свидетельствует о приемлемом уровне риска и о том, что проект может быть выполнен, соотношение  $R/R_{max}$  больше 0,8 указывает на высокую степень риска, когда реализация проекта может оказаться нецелесообразной. Показатель степени риска можно использовать также при анализе вариантов реализации конкретного проекта или при ранжировании нескольких проектов по уровню рискованности.

Таким образом, посредством построения системы балльной оценки можно с достаточной степенью объективности оценить степень риска проекта. Полученная общая оценка риска проекта требует дополнения ее оценкой специфических условий каждого конкретного проекта. Эти условия могут быть добавлены в основной перечень оцениваемых показателей или проанализированы отдельно. В этом случае совокупная оценка риска проекта складывается из отдельных компонентов, которым дополнительно могут быть присвоены коэффициенты значимости для достижения результатов проекта.

Мероприятия, связанные с защитой от риска, образуют систему, включающую элементы нескольких типов.

Группу экономических мер образуют следующие направления защиты от риска:

- разработка стратегии управления риском;
- страхование инновационной деятельности.

К группе административных мер относятся:

#### **Учебные материалы для самостоятельного прочтения**

90

- создание специальных структур для поддержки и стимулирования инновационной активности;
- гарантии и поддержка местной администрации;
- привлечение инвесторов.

Группу правовых мер составляют:

- расширение законодательной поддержки инновационной деятельности;
- совершенствование действующего законодательства в инновационной сфере.

Кроме того, к способам защиты от риска относятся :

- проведение конкурсов инвестиционных проектов;
- диверсификация инвесторов;
- разработка комплексной программы последовательной реализации цепочки инвестиционных проектов.

Наиболее известным и исторически сложившимся экономическим методом защиты от риска является страхование. Страхование тесно связано также с распределением риска между участниками проекта. В развитых странах страхование инвестиций представляет собой хорошо развитую отрасль. В широком смысле оно включает в себя страхование построенных в результате осуществления проекта зданий, сооружений, различных систем оборудования. Однако представляет интерес и страхование собственно инвестиционного процесса.

При разработке программы страхования инвестиционного проекта целесообразно использовать различные комбинации видов и способов страхования. Основными видами страхования инвестиций являются:

- страхование на случай срыва поставок материалов;
- страхование кредитов, идущих на обеспечение инвестиций;
- страхование специфических рисков участников проекта.

К вышеназванным видам примыкает страхование в виде создаваемых государством гарантийных фондов, которые служат для обеспечения гарантий по вложениям в проект. Создание гарантийных фондов осуществляется с целью страхования от политических рисков, других глобальных экономических потрясений.

Дополнительную возможность защиты от рисков дает страхование будущих доходов, связанных с инвестиционным проектом. Страхование прав собственности позволяет инвестору защитить себя от ущерба, возникающего вследствие ошибок, связанных с оформлением прав собственности на объект, создаваемый в рамках проекта. Нередко производится страхование кредитов.

#### **Учебные материалы для самостоятельного прочтения**

91

## Учебные материалы для самостоятельного прочтения

92

Страхуется как риск невозврата кредита ( для кредитора), так и ответственность за невозврат кредита и уплату процентов (для заемщика). Вместе с тем, получение кредитов само по себе является одним из способов контролирования риска, поскольку гарантирует достаточные финансовые возможности по завершению проекта. Страхование, таким образом, является одним из наиболее доступных методов защиты от риска.

Пример:

Анализ чувствительности проекта XYZ к изменениям цен на материалы

Изменение цен на материалы - существенный фактор, способный повлиять на эффективность проекта, так как расходы на материалы - самая крупная статья затрат в данном проекте. При росте цен на материалы на

Показатель	Значение показателя до изменения цен на материалы	Значение показателя после изменения цен на материалы	Значение показателя после изменения цен на материалы и готовую продукцию
Чистая текущая стоимость, тыс.руб.	784785	359659	707876
Внутренняя ставка дохода,%	91,7	48,1	85,7

42,6% и неизменных ценах на готовую продукцию, чистая текущая стоимость проекта снижается на 54%, а внутренняя ставка дохода - на 47,5%.

Однако пессимистическая оценка перспектив проекта XYZ в данном случае была бы преждевременной, так как она не принимает во внимание возможное повышение цены на готовую продукцию. С учетом влияния этого важного фактора чистая текущая стоимость проекта снизится всего на 9,8% , а внутренняя ставка дохода - на 6,5%. Так как нормальные колебания экономических показателей, не влияющие на ценность проекта , составляют до 10-15%, можно сделать вывод, что повышение цен на материалы практически не повлияет на реализацию проекта.

[ПЕРЕХОД НАЗАД К ГЛАВЕ 9](#)

[ПЕРЕХОД ВПЕРЕД К ГЛАВЕ 11](#)

[ВЫХОД В ОГЛАВЛЕНИЕ КНИГИ](#)

## Глава 9. Для чего служит бизнес – план?

Взаимосвязь понятий “инвестиционный проект” и “бизнес-план” требует разъяснения. Термин “инвестиционный проект” относится к временной деятельности, организованной в рамках конкретного проекта. Понятие “бизнес- план” относится к предприятию и его постоянной деятельности. Однако, в реальной жизни, разделение понятий не жесткое. Речь может идти о бизнес- планах фирм-участников инвестиционного проекта. В этом случае, бизнес- планы входят в инвестиционный проект, являясь вторичными документами. Возможна и противоположная ситуация, когда инвестиционный проект реализуется на действующем предприятии и входит составной частью в бизнес- план. Наконец, бывает, когда фирма создается специально для реализации проекта. Здесь понятия “инвестиционный проект” и “бизнес-план” совпадают.

В любом случае, бизнес-план обычно разрабатывается на предынвестиционной стадии инвестиционного проекта. Основная цель бизнес- плана - достижение разумного и выполнимого компромисса между тем, что держатель проекта хочет и что может сделать. План призван показать плодотворность идеи проекта, надежность и экономическую целесообразность вкладывания в него денег.

Бизнес-планирование представляет собой творческий процесс, поэтому единой формы бизнес-плана не существует. Однако, в мировой практике сформировался набор основных требований к содержанию бизнес-плана, что, в значительной мере, определяет его структуру. Существуют две важнейшие причины для подготовки бизнес-плана: убедить инвесторов или кредиторов в целесообразности вкладывания денег в проект или предоставления кредита; сохранять избранный курс и не позволять случайным обстоятельствам отклониться от него. Таким образом, бизнес-план, предназначен как для решения внутренних проблем фирмы, так и для внешнего использования.

Для управленческой команды фирмы - держателя проекта, бизнес-план служит основой для проработки конкретной программы, оценки возможностей и путей ее реализации. Внешнее использование состоит в обосновании целесообразности инвестиций в проект или получения кредитов для его финансирования.

Бизнес-план должен ответить на 3 ключевых вопроса):

- Где сейчас находимся (текущее состояние дел)?
- Куда движемся (желаемое состояние)?
- Как придем туда (наиболее эффективный путь)?

Эти вопросы определяют основные этапы бизнес - планирования на предынвестиционной стадии проектирования, включающие бизнес - анализ и собственно составление бизнес-плана.

Бизнес-план должен показать пути эффективного перехода из нынешнего состояния в желаемое, отразить как текущие задачи, так и задачи на средне- и долгосрочный период.

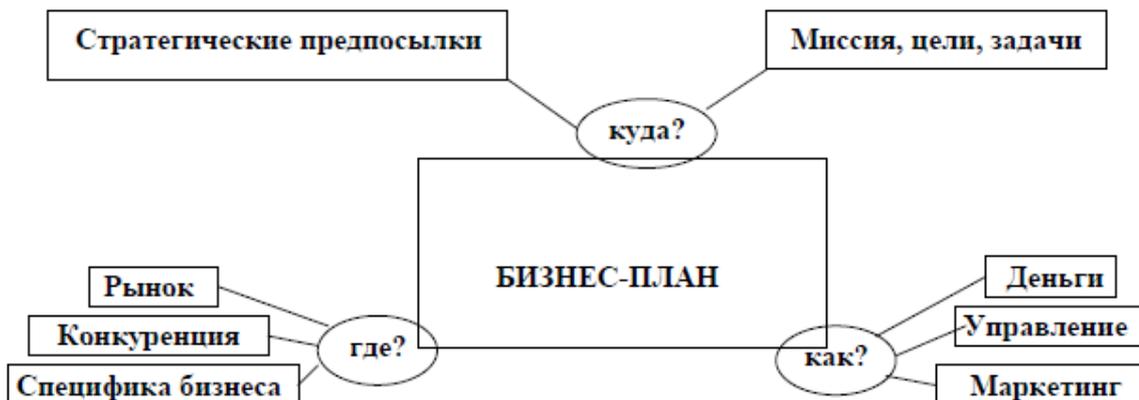


Рис. Контуры бизнес-плана

Бизнес - анализ внешней среды и текущего состояния фирмы - держателя проекта является необходимой предпосылкой разработки эффективного плана. Текущее (как и желаемое) состояние дел должно рассматриваться по основным сферам деятельности, но начинать анализ надо с внешней среды, в которой действует держатель проекта (см. табл.)

Таблица  
Структура бизнес-плана

Внешняя среда	Внутренняя среда
1. Перспективы развития отрасли и продукции	1. Маркетинг
2. Состояние конкуренции	2. Финансы
3. Потребители продукции	3. Производство
4. Условия сбытовой деятельности	4. Персонал
5. Общие тенденции развития рынка (политические, экономические и т.д.)	5. Управление делами

Цель такого анализа определить сильные и слабые стороны деятельности фирмы, выявить те сферы, которые требуют более детального рассмотрения или совершенствования, а заодно посмотреть, какие задачи ставились в предыдущий период времени и были ли они выполнены. Если нет, то выяснить почему. Важное направление работы - выявление предпосылок, на которых будет базироваться бизнес-план. Это уровни инфляции, налогов, другие макроэкономические показатели, оказывающие влияние на цены, себестоимость продукции (рентабельность проекта). Желательно определить степень чувствительности плана относительно этих показателей (методы определения чувствительности проекта к изменению экономических показателей изложены в третьей части книги) и предложить процедуру корректировки бизнес-плана.

Бизнес-план и стратегические предпосылки помогут установить более реалистичные цели проекта: цель должна быть ясной, достижимой, иметь количественное выражение. Предпочтительнее всего при составлении бизнес-плана выражать цели в финансовых показателях. Цель конкретизируется затем в количественные

задачи, которые будут определять и измерять продвижение вперед. Реализация бизнес-плана во многом зависит от имеющихся ресурсов, возможностей привлечения заемных средств (если они необходимы). Собственно, одна из целей разработки бизнес-плана (внешняя цель) - убедительно показать банку (другому кредитору, инвестору), что стоит вложить деньги в проект.

Период времени, на который разрабатывается бизнес-план, может быть самым разнообразным, он сильно зависит от специфики проекта. Опыт показывает, что слишком продолжительный плановый горизонт приводит лишь к обесмысливанию расчетов. Обычно план составляют на 3 года с детальной проработкой первого года и укрупненным прогнозом на последующие 2 года, хотя план может быть составлен и на 5 лет, и на год.

Три типа людей заинтересованы в бизнес-плане: менеджеры фирмы - держателя проекта, инвесторы, кредиторы. Менеджеры являются создателями и исполнителями бизнес-плана. Часто забывают, что менеджеры могут получить очень важные преимущества не только от плана, но и от самого процесса планирования. Инвесторы также заинтересованы в составлении бизнес-плана, который показывает перспективы развития фирмы. В малых фирмах менеджер может быть одновременно и собственником, то есть одновременно выступать в разных ролях: как создатель плана, его исполнитель и контролирующий орган.



Рис. Бизнес-план - когда? для кого? зачем?

Традиционно бизнес-план разрабатывается для банков - кредиторов. Действительно, большинство банков требуют обязательного представления бизнес-плана для получения долгосрочного кредита. Хотя для всех трех групп (менеджеры, инвесторы, кредиторы) есть общие выгоды составления бизнес-плана:

- Оценка возможностей проекта. Будет ли проект работать, принесет ли коммерческий и финансовый успех? Все заинтересованы в том, чтобы "ошибиться на бумаге", гипотетически проверить возможности до начала реального дела.

- Установление целей и бюджетов проекта. Каково общее направление развития проекта и финансовые задачи? Существует ли ясное понимание бюджета?

- Определение требуемого количества денег. Сколько и каких средств требуется для выполнения плана? Прогноз потока наличности

- одна из важнейших процедур бизнес-планирования, является основой правильного определения заемного капитала.

Выгоды, которые получают при составлении бизнес-плана менеджеры, включают:

- Уяснение идей. Бизнес-план - итоговый документ, соединяя вместе итоги анализа и случайные мысли, идеи, он позволяет дать более ясное представление о желаемом положении дел и о том, как его достичь.

- Создание команды. Разработка плана может усилить чувство сопричастности к общему делу, способствовать созданию команды.

- Практика в проведении анализа и презентации. Исследования и анализ, присущие бизнес - планированию, также как количественный прогноз прибыли, убытков и наличности, широко используются на Западе как инструмент обучения менеджеров. Для некоторых будущих и настоящих менеджеров процесс составления бизнес-плана является их первым опытом рыночных исследований и бюджетного

планирования. А презентация бизнес-плана для получения средств от банков или инвесторов рассматривается как хороший опыт продажи своих товаров/услуг.

- Помощь в получении денег. Хорошо составленный бизнес-план не гарантирует, но помогает получить деньги.

Кредиторы рассматривают бизнес-план как дополнительный источник информации, в т.ч. в части:

- Оценки ликвидности и риска. Должны быть исследованы основные активы фирмы и дебиторская задолженность (причем для получения реальной оценки важна не только балансовая стоимость, которая, как показывает наш российский опыт приватизации, может быть существенно ниже реальной рыночной стоимости).
- Оценки качества управления. Качество управления зачастую является более важным фактором гарантии кредитов, чем осязаемые активы фирмы. Часто не только содержание плана, но и то, как он оформлен и представлен, может иметь значение при принятии решения о выделении денег.

Если вы хотите убедить кого-либо дать кредит или инвестировать деньги в ваш бизнес-проект, то необходимо:

- показать, что шансы возврата денег (окупаемости инвестиций) очень велики;
- внушить доверие относительно ваших управленческих способностей, а также эффективности вашей команды;

- показать, что имеется хороший рынок сбыта для вашего товара или услуг.

Прежде чем заниматься составлением бизнес-плана, нужно собрать всю необходимую информацию, и в первую очередь информацию об объеме потенциального спроса, производственных и финансовых потребностях предприятия. Имея такую информацию, держатель проекта сможет еще до составления бизнес-плана оценить жизнеспособность самой концепции проекта.

Производственные потребности проекта будут зависеть от того, какую продукцию это предприятие собирается выпускать. Большую часть необходимой информации можно получить из первых рук, обратившись к производителям аналогичной продукции.

Особое внимание нужно обратить на следующие вопросы:

- производственные операции ( необходимо установить перечень всех базовых операций по обработке и сборке, выяснить, нельзя ли поручить некоторые из этих операций субподрядчикам, а если можно, то такие именно и кому);

- сырье и материалы ( нужно оставить список всех видов сырья и материалов, установить названия фирм - поставщиков, их адреса и ориентировочные цены);

- оборудование (необходимо составить список всего необходимого оборудования и по каждой единице оборудования выяснить, можно ли его арендовать или нужно будет покупать);

- трудовые ресурсы ( перечень специальностей с указанием числа работников каждой специальности, их зарплаты и возможностей подготовки таких специалистов);

- помещения (потребность в производственных площадях, возможности аренды помещений, их купли и т.д.);

- накладные расходы (имеются в виду расходы на покупку инструментов, канцелярских товаров, на оплату счетов за электричество, отопление и прочие услуги, зарплату управленческого персонала и т.д.).

При подготовке бизнес-плана старайтесь следовать приведенным ниже принципам:

- Будьте кратки, но не упустите ни одного важного момента, касающегося проекта.

- Избегайте подробных описаний технических деталей, касающихся вашей продукции или производства.

Используйте общепотребительные термины.

- Придерживайтесь реалистических оценок рынка, потенциальных возможностей и т.п.

- Не избегайте обсуждения риска, связанного с реализацией проекта (надежность проекта может подвергнуться серьезному сомнению, если реально существующий риск будет обнаружен кредитором).

- Будьте конкретнее, не ограничивайтесь предложениями типа "Объем продаж удвоится за следующие два года", а подкрепляйте их данными и расчетами на основе реальной информации.

- Начинайте с более детального бизнес-плана для внутреннего употребления, а затем составляйте более агрегированный план для стороннего инвестора.

- Делайте ваш план привлекательным, но не "переборщите".
- Сделайте достаточное количество копий бизнес-плана для ускорения процесса его обсуждения.
- Каждый бизнес-план уникален, поэтому его структура может варьировать, но есть ряд базисных вопросов, которые должны быть освещены: В чем состоит бизнес фирмы? Каковы цели фирмы? В чем заключается стратегия и тактика достижения поставленных целей? Сколько денег необходимо и как будут использованы выделенные фонды?
- Когда и как деньги будут возвращены?

Обратите внимание на финансовые прогнозы, которые должны:

- Обосновывать потребность в финансовых средствах.
- Демонстрировать вашу способность реализовывать инвестиции и вернуть заем.
- Показывать, что вы понимаете, как вовлечь заемные средства в ваш бизнес.
- Обеспечивать реалистическую картину вашей будущей деловой активности.

Понимайте различие между финансовым прогнозом и бюджетом. Бюджет представляет собой запланированный курс деятельности фирмы на определенный период. Он структурирован таким образом, чтобы обеспечить выполнение запланированной стратегии. Бюджет не может учитывать негативного влияния всех непредвиденных обстоятельств, обусловленных неопределенностью будущего. Особенностью бюджета является то, что он не предназначен для сторонних лиц.

Финансовый прогноз является, с одной стороны, управленческой оценкой финансового положения фирмы в прогнозируемый период. Прогноз должен быть реалистичным, базироваться на достижимых возможностях и учитывать все стоимостные факторы и обстоятельства.

Финансовое прогнозирование должно принимать во внимание как внешние, так и внутренние обстоятельства бизнеса. Внешние обстоятельства включают темп инфляции, рыночные условия, надежность поставщиков, качество рабочей силы, изменения в налогообложении и хозяйственном законодательстве. Внутренние обстоятельства - это объем продаж, организация маркетинга и другие факторы, влияющие на реализацию планов фирмы.

К числу факторов, определяющих внутренние обстоятельства, относятся:

- стоимость покупки компонентов продукции (материалов, рабочей силы и т.д.);
- издержки реализации продукции;
- административные и другие расходы;
- возможность скидки, безнадежные долги и т.п.;
- возможность сокращения расходов (за счет дивидендов и т.п.).

Необходимо отметить, что в процессе подготовки финансового прогноза возникает новая информация, которая может обесценить предыдущие расчеты и нужно быть готовым начать все с начала. Разрабатывая бизнес-план, вы, скорее всего, произведете "переоценку ценностей" и у вас возникнут следующие вопросы:

- Годится ли существующая управленческая команда для решения задач вашего бизнеса или необходимо искать других менеджеров?
- Позволит ли избранная стратегия бизнеса реализовать сильные стороны фирмы и преодолеть ее слабости?
- Как отнесутся к фирме кредиторы, покупатели и общество в целом?
- Какова вероятность успеха и что нужно сделать, чтобы ее увеличить?
- Сколько времени потребуется для реализации плана и каков будет результат?

- Какими способами можно минимизировать риск?

- В какой форме проявится влияние на бизнес внешнего окружения, в т.ч. изменение спроса на продукцию фирмы, хозяйственная политика местных властей и правительства, конкуренция и т.п.

Отправной точкой составления детального бизнес-плана является определение основного (стартового) раздела плана, исходя из которого разрабатываются все другие разделы. Чаще всего такой отправной точкой является план маркетинга, который изначально играет доминирующую роль, так как ключевые цели проекта очень часто связаны с желаемым уровнем продаж своей продукции. Поэтому имеет смысл вначале разработать план маркетинга, а затем, исходя из него, разрабатывать другие планы (разделы плана).

Бывают ситуации, когда ключевыми факторами могут быть движение денежных средств или минимизация потерь (стартовая точка - финансовый план). Может случиться, что продажа товаров сама по себе не является проблемой, т.е. сбыт неограничен или товар вне конкуренции. В этом случае производственная деятельность может стать ключевым фактором, определяющим будущее бизнеса (стартовая точка - производственный план). Для достижения целей бизнес-плана необходимо включить в него цифры и соответствующие обоснования, но также важно вызвать интерес у того, кто будет читать этот документ, иначе тщательно разработанные прогнозы и технические детали вообще не будут рассмотрены.

## Глава 10. Как сделать хороший бизнес-план?

Не существует единой формы бизнес-плана, однако следующая его структура определяется задачами бизнес-планирования, является распространенной и может быть рекомендована для инвестиционных проектов:

- исполнительное резюме (краткое содержание) бизнес-плана;
- описание фирмы-держателя проекта;
- описание продукции (услуг), производимой в рамках проекта;
- план маркетинга;
- организационный план;
- производственный план;
- анализ рисков;
- финансовый план;
- приложения.

### Исполнительное резюме.

Исполнительное резюме пишется в последнюю очередь и представляет собой краткое изложение бизнес-плана. Резюме должно отвечать на следующие вопросы:

- Для чего и в каком размере требуются инвестиции ?
- Чем занимается фирма - держатель проекта ?
- В чем суть проекта ?
- Каковы основные параметры проекта ?

### Описание фирмы.

Описывая фирму - держатель проекта необходимо подчеркнуть:

- историю развития фирмы, ее текущее состояние (название, местоположение, на основе чего и когда создана, чем занималась в прошлом и вид деятельности в настоящее время, если есть завершённые проекты в прошлом - их нужно перечислить), прогноз будущего развития;

- назначение продукции (услуг) и их уникальность;
- особенности технологии;
- роль фирмы в данной отрасли производства (услуг) и тенденции развития отрасли.

Если для реализации проекта объединяются несколько предприятий, то дается характеристика каждому из них. В целом, раздел, содержащий описание фирмы - держателя проекта должен содержать ответы на следующие вопросы:

- Какие особенности фирмы представляются ценными или уникальными?
- Какова позиция фирмы в данном бизнесе?
- Каков "имидж" фирмы на рынке и какой "имидж" был бы желателен?
- Какие изменения необходимо произвести, в т.ч. в продукции (услугах), технологии, рыночной активности?
- В чем главная сила фирмы и в чем ее слабость?
- Чего необходимо достигнуть в следующие три - пять лет?
  - Какие конкретные шаги необходимо сделать для достижения поставленных целей?

### Описание продукции.

Раздел бизнес-плана, содержащий описание продуктов и услуг, обычно включает три составляющие:

1. Общее описание продукта.

(описание физических характеристик с приложением фотографий, рисунков и т.п.).

2. Сферы применения продукта.

(возможности использования продукта с подчеркиванием его привлекательных сторон и преимуществ перед конкурирующими товарами).

3. Разработка и развитие продукта.

(описывается процесс разработки продукта с оценкой готовности к выходу на рынок).

Раздел должен отвечать на вопросы:

- что производится?
- что используется?
- как производится?
- преимущества продукта или услуги?
- что определяет эти преимущества?
- конкурирующие продукты или услуги?
- патенты и лицензии?
- соответствие стандартам (национальным и иностранным) ?

#### План маркетинга.

В большинстве случаев, раздел бизнес-плана, посвященный маркетингу, является самым важным. Успех проекта в значительной степени определяется спросом на товары или услуги, производимые в рамках проекта. План маркетинга может иметь разную структуру в зависимости от содержания инвестиционного проекта, но есть общие вопросы, которые обязательно должны быть освещены в данном разделе.

Здесь должен определяться спрос на данный продукт или услугу, а также рынок и возможности, которые этот рынок предоставляет. Более конкретно, в нем должен быть очерчен весь рынок в целом, первичные и вторичные целевые сегменты рынка, а также значение и характеристика этих сегментов.

Внимание должно быть сосредоточено на рыночных условиях, которые определяются факторами, внешними по отношению к данному бизнесу. Важнейшим среди них является степень существующей конкуренции, а также ее вероятное воздействие на предприятие и проект. Важно также обратить внимание на другие факторы, действующие во внешнем окружении, такие как правительственное и местное регулирование бизнеса.

Необходимо определить стратегию маркетинга. Эта стратегия может охватывать такие факторы, как сбыт, реклама и продвижение товара, ценообразование, стимулирование продаж. Хотя детальные финансовые расчеты обычно представляются в финансовом разделе бизнес-плана, часто бывает полезным показать свой прогноз объемов продаж в разделе маркетинга. Здесь можно сказать о рассчитываемом росте объемов продаж, о предполагаемой части рынка, которая будет завоевана, о продажах по периодам, видам товаров или услуг и по потребителям.

Важно оценить рыночный потенциал, т.е. размер потенциального рынка и рыночную нишу, которую вы занимаете, долю рынка, которую вы собираетесь захватить, позиции конкурентов, каналы товародвижения, которые вы намереваетесь использовать, потенциальных покупателей, цену на вашу продукцию в сравнении с ценами конкурентов.

При описании рынка продуктов и услуг необходимо указать основных потребителей или сектор рынка, какой частью рынка (в процентах) предприятие владеет, основные конкуренты, несколько слов о текущем состоянии рынка и прогнозы на будущее, в т.ч. :

- размеры и деление по секторам;
- последние тенденции на рынке;
- основные причины, определяющие изменения на рынке;
- сильные и слабые стороны продукта по сравнению с конкурентами;
  - основные клиенты и почему они потребляют продукт или услуги, будут ли они потреблять его в будущем и почему;
  - какие основные приемы для продаж используются.

Целесообразно включить в приложение к плану материалы, которые могут подкрепить достоверность утверждений, содержащихся в плане. В их число могут входить исследования по данной отрасли, проспекты и обзоры или статьи, имеющие отношение к товару или услуге.

Вне зависимости от того, является ли исследование рынка составной частью маркетинг-плана или представлено как самостоятельный раздел, зачастую полезно предложить формальное или неформальное исследование рынка, что поможет обосновать суждения перед инвесторами. Такое исследование окажется чрезвычайно полезным и для держателя проекта.

Ошибка многих фирм, разрабатывающих инновационные проекты, заключается в том, что они не знают своих конкурентов, хотя могут считать, что знают. Обычно наблюдают не за теми конкурентами, или не могут правильно оценить деятельность реальных конкурентов из-за отсутствия информации и неумения воспользоваться соответствующими методами.

#### Организационный план.

В этом разделе бизнес-плана должны быть рассмотрены вопросы кадрового обеспечения бизнеса и организационных форм работы. Рекомендуется следующая структура раздела:

##### 1. Менеджеры / владельцы.

Здесь представляются сведения о тех лицах, которым предстоит сыграть ведущие роли в реализации проекта. В эту группу можно включить предпринимателей, инвесторов, членов совета директоров, занимающих ключевые посты сотрудников, т.е. практически любого, от кого в значительной степени зависит конечный успех или неудача нового бизнеса. Характеризуется профессиональный уровень и способности директора предприятия и ведущих специалистов, целесообразно сделать акцент на сильных сторонах руководителей и специалистов, перечислить их прошлый опыт работы и наиболее удачные из принятых ими ранее решений.

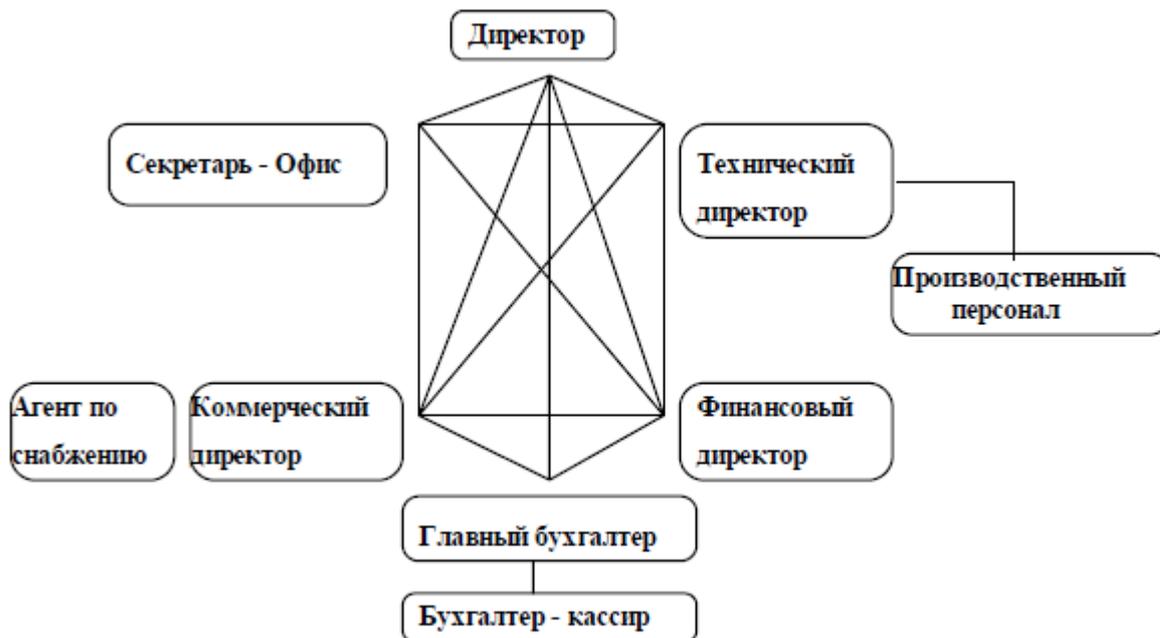
##### 2. Организационная структура предприятия.

После представления основных участников предприятия целесообразно привести организационную схему, показывающую связи и распределение ответственности в рамках организации. В некоторых случаях может оказаться полезным пояснительный текст, который может идти в дополнение к схеме.

##### 3. Кадровая политика и стратегия.

Разъяснения относительно того, как будет проводиться подбор, подготовка и оплата сотрудников, а также краткие сведения о планируемых льготах и стимулах.

В примере приводится эффективная звездообразная организационная схема управления с множеством перекрещивающихся связей.



Обязанности сотрудников фирмы YZ

Должность	Основные обязанности
Директор	Осуществляет общее руководство деятельностью компании, заключает контракты с заказчиками и субподрядчиками, работает с главным бухгалтером, коммерческим, финансовым и техническим директорами. Поддерживает контакты с партнерами и инвесторами. Набирает и увольняет персонал.
Коммерческий директор	Ведет поиск заказчиков и субподрядчиков. Координирует работу агента по снабжению. Заключает договоры купли - продажи материалов. Согласует условия контрактов с заказчиками и субподрядчиками. Исследует спрос..

Финансовый директор	Планирует финансовую деятельность компании. Осуществляет оперативное управление потоками денежных средств. В контакте с главным бухгалтером оптимизирует налогообложение.
Технический директор	Обеспечивает техническую подготовку производства. Разрабатывает и поддерживает техническую политику фирмы.
Главный бухгалтер	Планирует и реализует учетную политику фирмы. Ведет бухгалтерскую отчетность..
Бухгалтер кассир	Работает под контролем главного бухгалтера. Выполняет операции с наличными деньгами.
Агент по снабжению	Подыскивает варианты закупки материалов. Проводит переговоры с поставщиками материалов. Получает на складах и доставляет материалы.
Секретарь	Занимается делопроизводством. Принимает и фиксирует заказы.

#### Производственный план.

Главная задача этого раздела бизнес-плана - дать потенциальному инвестору ответы на вопросы:

- Где будет изготавливаться продукция?
  - Какие для этого потребуются производственные мощности и какова их динамика?
  - Где, у кого и на каких условиях будут закупаться сырье, материалы и комплектующие? Какова репутация этих поставщиков и есть ли уже опыт работы с ними?
  - Предполагается ли производственная кооперация и с кем?
  - Возможно ли какое-нибудь лимитирование объемов производства или поставок ресурсов?
  - Какое оборудование потребуется и где намечается его приобрести?
- Возможны ли при этом проблемы и какого рода?

В некоторых случаях в плане должен быть рассмотрен уровень сервиса, который будет обеспечен после того, как потребитель приобретет товар или услугу. Это особенно важно в случае нового или технически сложного изделия.

Целесообразно также рассмотреть такие факторы, как ограничения, налагаемые органами власти. Эта часть производственного плана дает возможность держателю проекта рассмотреть факторы, которые находясь вне сферы его контроля, влияют на характер деятельности. Эффективным способом представления такой информации являются схемы последовательности технологических процессов, графики и диаграммы.

При необходимости внимание уделяется различным формам правовой защиты. К ним относятся патенты, лицензии, товарные знаки или авторские права (копирайт). Даже в тех случаях, когда меры правовой защиты не рассматриваются авторами бизнес-плана, пояснения по этому поводу также весьма полезны.

Поскольку бизнес-план предназначен как для управления, так и для привлечения капитала, его авторы могут столкнуться с некоторыми трудностями, связанными с поисками баланса между сложным и простым при объяснении сложных производственных технологий. В качестве документа для внутреннего планирования необходим подробный план производственной деятельности. Это дает фирме-держателю проекта возможность решать многие проблемы на бумаге, прежде чем она перейдет к действиям. Однако в случае, когда план является по сути рекламным документом, предназначенным для ознакомления посторонних, содержание производственного плана, по возможности, должно быть простым.

В завершение раздела должна быть сделана оценка возможных издержек производства и их динамики на перспективу.

#### Анализ рисков.

Анализ рисков, связанных с реализацией проекта, сопровождается выработкой стратегии действий в условиях частичной неопределенности. Такая стратегия включает:

1. Выявление факторов, увеличивающих или уменьшающих конкретный вид риска, связанного с реализацией проекта.
2. Анализ выявленных факторов с точки зрения их влияния на величину рисков.
3. Оценка конкретных видов риска.
4. Оценка уровней рисков.
5. Разработка мероприятий по снижению рисков, оказывающих негативное влияние на ход выполнения проекта.

Как уже отмечалось, достоверные количественные методы анализа рисков, связанных с реализацией проекта, базируются на обработке статистических данных. Получить такие данные затруднительно, поэтому на практике применяются различные качественные методы и их комбинации.

#### Финансовый план.

Данный раздел бизнес-плана базируется на расчетах, выполняемых в рамках проектного анализа и должен давать ответы на вопросы:

- Откуда и когда фирма будет получать деньги ?
- На что эти деньги будут потрачены ?
- Как соотносится потребность в деньгах с денежной наличностью ?
- Каким будет финансовое положение фирмы к концу первого, второго и т.д. годов реализации проекта?

Необходимость получения ответов на эти вопросы определяет структуру финансового плана, включающего три части:

1. План доходов и расходов (Profits and Loss).

Основывается на прогнозируемых объемах продаж. Должен содержать оценки всех статей расходов.

2. План денежных поступлений и выплат (Cash Flow).

Строится на основе плана доходов и расходов. Служит для прогнозирования денежной наличности по месяцам.

3. Балансовый план (Balance Sheet).

Базируется на плане доходов и расходов и плане денежных поступлений и выплат. Отражает состояние активов и пассивов предприятия на конец каждого года реализации проекта.

Как правило, финансовый план составляется на три года вперед, причем данные на первый год даются в помесечной (в крайнем случае, поквартальной) разбивке.

Приложения к бизнес - плану включают:

1. Финансовые проектировки.
2. Результаты технической экспертизы.
3. Документы в поддержку проекта.
4. Предварительные соглашения с потенциальными заказчиками продукции (услуг), производимой в рамках проекта.
5. Документы, подтверждающие права на интеллектуальную собственность.
6. Брошюры и буклеты о предприятии и его продукции.
7. Статистические данные по рынку продуктов и услуг предприятия.
8. Отчетные формы, характеризующие финансовое состояние предприятия, включая балансовые таблицы.

В заключение можно дать несколько рекомендаций по оформлению бизнес- плана.

1. Составляя бизнес-план вы должны предусмотреть в нем некую "изюминку", которая должна заинтересовать потенциального инвестора (кредитора) и заставить его внимательно просмотреть план до конца, а не отбросить сразу, не дойдя до ваших детальных расчетов.

2. Не перегружайте бизнес-план излишними выкладками и цифрами, выносите их в Приложение. Количество страниц в бизнес - плане зависит от необходимой вам суммы денег: чем больше сумма, тем больше страниц.

Для внешнего представления план должен быть хорошо оформлен (идеальная форма - элегантная брошюра, проспект, буклет).

## Глава 11 Оценка готовности проекта для представления инвестору

Для оценки готовности проекта необходимо выполнить три вида работ:

1. Проверку полноты содержания бизнес-плана.
2. Экспресс-экспертизу коммерческой привлекательности проекта.
3. Анализ коэффициентов финансовой оценки проекта

1.Оцените полноту содержания бизнес-плана по показателям, представленным в таблице:

Содержание бизнес-плана	Отметка
1. Сведения о держателе проекта	
1.1. Виды деятельности	
1.2. Форма собственности и основные акционеры	
1.3. История бизнеса, стадия его развития и перспективы	
1.4. Характеристика активов	
<u>2. Общее описание проекта</u>	
2.1. Цель проекта, его уникальность или другие преимущества	
2.2. Назначение и основные характеристики продукции (услуг), выпускаемой в рамках проекта	
2.3. Социально-экономические аспекты	
2.4. Правовые аспекты (патенты, разрешения, лицензии и т.п.)	
2.5. Экологические аспекты (ограничения с точки зрения охраны окружающей среды).	
<u>3. Рыночные перспективы</u>	
3.1. Предварительный анализ рынка продукции (услуг), выпускаемой в рамках проекта: объем, тенденции к изменению, предполагаемая доля в этом рынке	
3.2. Оценка платежеспособного спроса	
3.3. Основные покупатели продукции (услуг)	
3.4. Каналы реализации продукции (услуг)	
3.5. Предполагаемые объемы продаж и уровни цен	
3.6. Маркетинговые стратегии	
3.7. Конкуренты, их число и краткие характеристика, преимущества перед ними	
3.8. Характеристика конкурирующей продукции (анализ с использованием количественных подходов)	
3.9. Методы стимулирования сбыта	
3.10. SWOT- анализ	
3.11. Смета издержек на маркетинг	

<u>4. Организация производства в рамках проекта</u>	
4.1. Место реализации проекта	
4.2. Описание технологии и оборудования, его стоимость	
4.3. Сведения о поставщиках сырья и материалов, субподрядчиках, графики и транспортные схемы поставок сырья	
4.4. Организация поставок продукции потребителям, транспортная схема, объем и график перевозок, затраты на транспортировку	
4.5. Возможности производственной кооперации	
4.6. Смета производственных затрат	
<u>5. Оценка эффективности управления проектом</u>	
5.1. Характеристика владельцев бизнеса	
5.2. Характеристика менеджеров, участвующих в управлении проектом	
5.3. Организационная схема управления	
5.4. Сильные и слабые стороны менеджмента проекта	
5.5. Смета организационных расходов	
<u>6. Описание условий инвестирования и защиты от риска</u>	
6.1. Соответствие назначения и суммы инвестиций (кредита) целям конкретной инвестиционной организации.	
6.2. Описание финансового положения держателя проекта	
6.3. Описания механизма гарантий возврата инвестиций	
6.4. Схема возврата инвестиций	
6.5. Анализ рисков, их количественная оценка и методы нейтрализации	
<u>7. Финансовое обоснование проекта</u>	
7.1. Описание финансовых отношений между участниками проекта	
7.2. Прогнозируемый баланс	
7.3. Движение денежных средств	
7.4. Прогноз доходов и расходов	
7.5. Прогноз финансовых показателей проекта	
<u>8. Обоснование экономической эффективности проекта</u>	
8.1. Расчет NPV	
8.2. Расчет SRR	
8.3. Расчет IRR	
8.4. Расчет PBP	

8.5. Расчет дополнительных показателей эффективности проекта	
<b>9. Анализ чувствительности проекта к изменениям внешних условий</b>	
9.1. Расчет изменения экономических показателей в результате роста цен на материалы, уменьшения объема продаж и т.д.	
9.2. Расчет точки безубыточности	
<b>ИТОГО сумма баллов</b>	

Примечания:

1. Оценка за каждый пункт может иметь два значения: "0" (ставится при отсутствии или недостатке исчерпывающих данных по соответствующей теме в бизнес-плане) или "1" (ставится при наличии требуемых данных).
2. Если для исследуемого бизнес-плана определенные данные не имеют смысла, то несмотря на отсутствие описания этих данных в таблице ставится оценка "1".

Дайте итоговую оценку полноты бизнес-плана. Итоговая сумма баллов проверяется на предмет вхождения в один из трех диапазонов:

- 0-34 балла - в бизнес-плане отсутствует описание многих важных данных и он не может быть представлен инвестору;
- 35-44 баллов - бизнес-план нуждается в доработке, но может быть представлен инвестору со значительной вероятностью отклонения;
- 45-48 баллов - полнота представленных в бизнес-плане данных достаточна для направления его инвестору.

2. Проведите экспресс-экспертизу бизнес-плана инвестиционного проекта на предмет коммерческой привлекательности.

Такая экспресс-экспертиза дает возможность определить рейтинг инвестиционного проекта на шкале экономической целесообразности реализации инвестиций. Рейтинг показывает насколько вложение инвестиций в проект оправдано с точки зрения их финансовой отдачи в течение срока окупаемости. Шкала разбита на три диапазона целесообразности реализации инвестиций:

- Вложение средств нецелесообразно;
- Вложение средств возможно;
- Вложение средств экономически целесообразно.

Рейтинг рассчитывается на основе стандартного бизнес-плана, содержащего основные параметры и сведения о проекте, в частности выходные данные технико-экономического обоснования проекта с помощью специальной программы

#### Экспресс-экспертиза бизнес-плана

Результаты экспертизы содержат обоснование целесообразности вложения инвестиционных ресурсов в данный проект, выданные на основе рассчитанного рейтинга проекта. Эта информация является важной как для держателя проекта, так и для потенциального инвестора, и представлена в виде отчета.

3. Для анализа коэффициентов финансовой оценки проекта заполните расчетные значения коэффициентов в таблице:

Наименование показателя	Расчетная формула	Рекомендуемое значение показателя	Расчетное значение
<b>Показатели финансовой устойчивости</b>			
-коэффициент задолженности (финансового риска)	заемный капитал/собственный капитал	0.5-1.0	
-коэффициент маневренности собственных источников	собственные оборотные средства/(собственный капитал+долгосрочные займы)	0.4-0.8	
-коэффициент финансовой устойчивости	(собственный капитал+долгосрочные займы)/валюта баланса	$\geq 0.75$	
-коэффициент автономии	собственный капитал/валюта баланса	0.4-0.6	
<b>Показатели текущей платежеспособности</b>			
-коэффициент абсолютной ликвидности	денежные средства/текущие обязательства	0.2-0.7	
<b>Оценка рентабельности</b>			
-рентабельность продукции	балансовая прибыль/объем реализации	$\geq 0.2$	
-рентабельность основной деятельности	прибыль от реализации/затраты на производство	$\geq 0.6$	
-рентабельность собственного капитала	чистая прибыль/средний собственный капитал	$\geq 0.4$	

-период окупаемости собственного капитала	<b>средний собственный капитал /чистая прибыль</b>	$\leq 3$	
-рентабельность ресурсов	<b>балансовая прибыль/средняя валюта баланса</b>	$\geq 0.3$	

<b>Оценка деловой активности</b>			
-фондоотдача (руб./руб., \$/\\$)	<b>выручка от реализации/средняя стоимость основных фондов</b>	$\geq 1$	
-оборачиваемость собственного капитала, обороты	<b>выручка от реализации/средний собственный капитал</b>	$\geq 3$	
-оборачиваемость всего капитала, обороты	<b>выручка от реализации/средняя валюта баланса</b>	$\geq 0.7$	

При неудовлетворительных результатах проведенных проверок произведите новые расчеты ТЭО проекта и пересмотрите соответствующие разделы бизнес-плана.

## Литература

1. Мир управления проектами / под ред. Х.Решке, Х.Шелле. - М.: Аланс, 1994.
2. Управление проектами (зарубежный опыт) /Кочетков А.И., Никешин С.Н., Рудаков Ю.П., Шапиро В.Д., Шейнберг М.В.- СПб.: "Два ТриИ", 1993.
3. Поляков В.Г. Инвестиционный менеджмент (для инновационных предприятий). Курс лекций в 3-х частях.- Новосибирск: НГУ, 1997.
4. Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по оценке эффективности инвестиций. - М.: АОЗТ «Интерэксперт», «ИНФРА-М», 1995.
5. Поляков В.Г., Маркова В.Д. Бизнес-планирование: Практическое руководство. - Н. : ЭКОР, 1993.
6. Barringer, B.R. & Ireland, R.D. Entrepreneurship: Successfully launching new ventures. 3rd ed. Pearson Education. Upper Saddle River, 2010.
7. Delmar, F. & Scott, S. Does business plan facilitate the development of new ventures? Strategic Management Journal, 2003. 24, 11, pp. 1165-1185.
8. Barrow, C. Barrow P. & Brown, R. The business plan workbook: The definitive guide to researching, writing up and presenting a winning plan. 6th ed. Kogan Page, 2011.