

# ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

**М. В. Романовский**

засл. деят. науки РФ, докт. экон. наук, проф., заведующий кафедрой финансов Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов

**И. Н. Малькина<sup>1</sup>**

эксперт КРМГ

## ОСОБЕННОСТИ РАЗРАБОТКИ ФИНАНСОВЫХ СТРАТЕГИЙ ПРЕДПРИЯТИЙ В УСЛОВИЯХ НЕСТАБИЛЬНОГО РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

Экономический рост, который с макроэкономических позиций выражается в увеличении валового внутреннего продукта, связан с большим количеством факторов, к главным из которых относятся общие финансовые и инвестиционные возможности хозяйствующих субъектов, экспортный потенциал и импортные потребности, внутренняя экономическая ситуация в стране. Эти факторы не только влияют на экономический рост, но и зависят от него.

В условиях экономической нестабильности изменение данных факторов оказывает влияние на деятельность хозяйствующих субъектов и корпораций. На изменения внешней среды хозяйствования реагирует финансовый механизм, который способен увеличить позитивное и сократить негативное влияние на результаты деятельности путем развития собственной внутренней среды, грамотно используя методы и инструменты финансового менеджмента.

Вопросу нивелирования влияния макроэкономических рисков, вызванных недостатками мировой экономики, с помощью финансовых инструментов посвящена данная статья.

Первая часть содержит краткий обзор мировой экономической ситуации и угроз, которые она может нести для хозяйствующих субъектов, во второй части рассмотрены основные методы управления выявленными рисками (общие и частные).

### Сценарии развития мировой экономики и бизнес-поведение в условиях экономического кризиса

С начала 2010 г. Международный валютный фонд сообщал о возможности нового этапа глобального финансового кризиса. Такие опасения были основаны на проблемах государственного долга в странах еврозоны. Доверие к единой валюте и экономике ЕС в целом было подорвано. Не способствовали сущест-

---

<sup>1</sup> Эл. адрес: [malkina.in@gmail.com](mailto:malkina.in@gmail.com)

венному улучшению ситуации и меры, предпринятые для борьбы с кризисом МВФ и Евросоюзом. Финансовая помощь помогла лишь выиграть время и стабилизировать ситуацию на несколько ближайших месяцев. Пытаясь справиться с финансовой угрозой, страны Евросоюза сокращают бюджетные расходы, повышают ставки налогов, но пока сколько-нибудь серьезного эффекта от этих мер не заметно. Более того, сокращение бюджетных расходов еще больше усилит сокращение совокупного спроса, усугубляя ситуацию.

На 42-й сессии Всемирном экономическом форуме, который состоялся в Давосе 25—29 января 2012 г., было признано, что меры борьбы с кризисом не дали должного результата, а говорить о его ослаблении рано. Экономике еврозоны предрекают, как минимум, продолжительную рецессию.

Европейские банки столкнулись с оттоком средств клиентов с депозитов, что усиливает давление на банковскую систему региона, угрожая лишить финкомпаний ключевого источника финансирования, сообщает *The Wall Street Journal*. По данным национального банка Испании, депозитная база испанских банков в третьем квартале 2011 г. сжалась на 48 млрд евро, или на 2%.

Рассмотрим два варианта развития кризиса: реалистичный и пессимистичный. Первый, реалистичный, сценарий основан на гипотезе вывода денежных средств инвесторов и банков с рынков стран BRIC для решения вопросов ликвидности в еврозоне. В начале июня 2011 г. ведущие банки Великобритании (в том числе Barclays и Standard Chartered) серьезно сократили объем необеспеченного кредитования, которое они готовы предоставлять банкам еврозоны. По данным Эксперт Online, банк Standard Chartered вывел десятки миллиардов фунтов с межбанковского рынка кредитования еврозоны в последние месяцы и сократил общее количество своих европейских активов на две трети в течение июня—июля 2011 г. Таким образом, существует опасность возрастания инфляции и общего снижения потребительского спроса, что затян timer процесс выхода стран Евросоюза из кризиса.

Пессимистичный сценарий может реализоваться в результате спекулятивного бума, эффекта инфляционных ожиданий. В результате вывод из ЕС капитала, служащего источником оборотных средств для реального сектора экономики, приведет к проблемам, связанным с финансированием операционной деятельности и получением заемных средств. Финансовой инфраструктуре еврозоны придется справляться с очень сильными нагрузками. Учитывая, что доступ к заемному финансированию будет ограничен, большинство предприятий не сможет рефинансировать свои текущие обязательства, что негативно отразится на таких элементах финансового механизма, как финансирование и инвестирование.

Оба варианта развития ситуации в большей или меньшей степени негативно отразятся на компаниях, имеющих долги, номинированные в иностранной валюте, в частности в долларах и евро.

Несмотря на то что технический дефолт, связанный с превышением лимита государственного долга США, был документально отложен, проблемы экономики США никуда не исчезли. Доверие к доллару падает, усиливаются валютные риски, что повлияет на денежные потоки предприятий.

В первую очередь под угрозой оказываются российские предприятия-экспортеры. Падение евро приведет к снижению их валютной выручки и соответственно рентабельности. ЕС — один из крупнейших импортеров российского сырья, а сокращение под влиянием кризиса расходов европейских компаний неизбежно скажется на объемах продаж экспортеров. Если условия контрактов предусматривают отсрочку платежа за отгруженную продукцию, риск еще более серьезен — он затрагивает не только такой элемент финансового механизма, как денежные потоки, но и дебиторскую задолженность.

В более выигрышном положении находятся российские компании, импортирующие товары из Евросоюза. В частности от слабого евро выиграют компании, проводящие технологическую модернизацию, за счет снижения стоимости инвестиций в оборудование. Неплохой шанс сэкономить на снижении курса есть и у импортеров, работающих с отсрочкой платежа.

На первый взгляд, предприятиям, работающим исключительно на внутреннем рынке, выручка и расходы которых номинированы в рублях, волноваться не о чем. Но ослабление евро ослабит и их конкурентные позиции. Продукция отечественных производителей станет пользоваться меньшим спросом по сравнению с более качественными европейскими товарами. Российские компании в основной массе конкурируют с европейскими вследствие более низких цен, уступая при этом в качестве. Проблемы в еврозоне также приведут к падению спроса на российские товары в Европе и к усилению конкурентного давления со стороны китайских компаний на российском рынке, поскольку им придется переориентировать часть потоков с Европы на другие рынки. Появление сильных конкурентов на том же сегменте рынка несет угрозу снижения объемов продаж отечественных предприятий. Уже сейчас российские предприятия теряют часть государственных заказов, право на исполнение которых выигрывают китайские компании (как заявил коммерческий директор ведущего производителя тканей для Министерства обороны, группы компаний «Чайковский текстиль» Андрей Мохов, в 2011 г. группа обеспечила 15–17% потребности Министерства обороны в тканях, тогда как в 2009 г. этот показатель составлял 50%).

На страновом уровне ситуация также неутешительна. Исследование Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (Экономико-политическая ситуация в России в декабре 2011 г.) показало сокращение объемов инвестиций в основной капитал предприятий малого бизнеса. В структуре источников финансирования инвестиций усилилась тенденция к сокращению кредитов банков и заемных средств организаций.

Структура инвестиций в основной капитал в разрезе источников финансирования претерпела заметные изменения. В I квартале 2011 г. на 3,5 пп. повысилась доля инвестиций, осуществляемых за счет собственных средств организаций, и соответственно снизилась доля привлеченных средств. Доля инвестиций, финансируемых из прибыли организаций, повысилась до 18,0% против 15,0% в I квартале 2010 г.

Ограниченность собственных средств не компенсировалась привлечением банковских кредитов и заемных средств. В I квартале 2011 г. из 492,0 млрд руб. привлеченных средств 66,5 млрд руб., или 13,5%, проходило на банковские кредиты (в I квартале 2010 г. — 17,3%, в I квартале 2009 г. — 22,6%). По сравнению с I кварталом 2010 г. кредиты российских банков сократились на 1,6 млрд руб., а иностранных банков — на 7,9 млрд руб.

Годовой отток капитала из Российской Федерации в 2011 г. оценивается в 85 млрд долл. (Экономико-политическая ситуация в России в декабре 2011 г.). Этому способствует и политическая ситуация в Российской Федерации.

Напряженная обстановка с источниками финансирования серьезно повышает риск неплатежеспособности хозяйствующих субъектов, что может повлечь за собой сокращение производства, его приостановку или банкротство.

Резюмируем основные финансовые риски для российских хозяйствующих субъектов, связанные с мировыми кризисными событиями:

- 1) валютные риски;
- 2) увеличение безнадежной дебиторской задолженности;
- 3) рост просроченной кредиторской задолженности;
- 4) возникновение кассовых разрывов;

- 5) падение спроса на продукцию;
- 6) дефицит финансирования.

Обобщение лучшей хозяйственной практики, консультационная работа и проведение круглых столов с финансовыми директорами позволило авторам предложить ряд рекомендаций по разработке стратегии минимизации внешних и внутренних финансовых рисков.

### **Внутренние механизмы и инструментарий нейтрализации внешних финансовых рисков**

Рационально организованный финансовый менеджмент может ослабить влияние факторов риска и усилить факторы, позитивно влияющие на бизнес.

Внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков представляют собой систему методов минимизации их негативных последствий, избираемых и осуществляемых в рамках самого предприятия. Исходя из конкретных условий осуществления финансовой деятельности предприятия и его финансовых возможностей, они позволяют в наибольшей степени учесть влияние внутренних факторов на уровень финансовых рисков в процессе нейтрализации их негативных последствий.

Общими механизмами нейтрализации финансовых рисков (применимыми для всех видов финансовых рисков) являются:

- избежание;
- самострахование.

Избежание риска представляет собой отказ от транзакций, хозяйственных отношений, финансовых инструментов, которые потенциально могут быть источником риска. Это лишает предприятие дополнительных источников формирования прибыли, оказывая отрицательное влияние на темпы его экономического развития и эффективность использования собственного капитала. Всегда следует сопоставлять степень риска со степенью доходности, а также учитывать удельный вес дохода от рассматриваемой операции в общем денежном потоке предприятия. Кроме того, отказ от одного вида финансового риска может стать причиной возникновения другого риска более высокого или однозначного уровня.

Механизм самострахования финансовых рисков основан на резервировании предприятием части финансовых ресурсов. Основные направления:

- *формирование резервного (страхового) фонда предприятия.* Он создается в соответствии с требованиями законодательства и устава предприятия. На его формирование направляется не менее 5% суммы прибыли, полученной предприятием в отчетном периоде;
- *формирование целевых резервных фондов.* Перечень таких фондов, источники их формирования и размеры отчислений в них определяются внутренними документами предприятия;
- *формирование резервных сумм по центрам ответственности.* Такие резервы предусматриваются как в капитальных бюджетах, так и в гибких текущих бюджетах;
- *формирование страховых запасов ресурсов по видам оборотных активов предприятия.* Страховые запасы могут создаваться по денежным активам, сырью, материалам, готовой продукции;
- *нераспределенный остаток прибыли, полученной в отчетном периоде.* Может рассматриваться как резерв финансовых ресурсов до его распределения.

При использовании этого механизма следует обратить внимание на возможности, предлагаемые ПБУ 8/2010 «Оценочные обязательства, условные обяза-

тельства и условные активы», позволяющие создавать резервы под оценочные обязательства. Необходимо иметь в виду, что резервы во всех их формах, хотя и позволяют быстро возместить понесенные предприятием финансовые потери, но «замораживают» использование финансовых ресурсов. Принимая во внимание описанные выше сложности с получением финансирования, рекомендуется использовать этот механизм только в отношении нестрахуемых видов финансовых рисков, финансовых рисков с невысокой вероятностью возникновения или рисков, расчетная стоимость предполагаемого ущерба по которым невысока.

Рассмотрим частные инструменты нейтрализации применительно к каждому конкретному риску.

**1. Валютные риски.** В части валютных и ценовых рисков одним из наиболее применяемых инструментов нейтрализации является хеджирование. В российской практике компании все еще неактивно применяют процедуры страхования валютных рисков. Связан данный факт в первую очередь с тем, что финансовый кризис 1998 года, сопровождавшийся резкой девальвацией рубля, привел к дефолту по форвардным и фьючерсным валютным контрактам. В то же время за границей инструмент хеджирования активно используется.

*Хеджирование* — система заключения срочных контрактов и сделок, направленная на избежание неблагоприятных последствий изменений валютных курсов, в более широком смысле — страхование рисков от неблагоприятных изменений цен по любым контрактам и коммерческим операциям, предусматривающим поставки (продажи) товаров в будущих периодах.

Основными средствами хеджирования являются срочные производные инструменты (форварды, фьючерсы, опционы и т. д.), так как их использование не требует отвлечения ресурсов в значительных объемах или не требует вообще.

*Хеджирование на повышение*, или хеджирование покупкой, представляет собой биржевую операцию по покупке срочных контрактов или опционов. Применяется, когда существует риск возможного повышения цен (курсов) в будущем. Следует купить сейчас по сегодняшней цене срочный контракт, связанный с этим товаром, и продать его в момент приобретения товара. Поскольку цена на товар и на связанный с ним срочный контракт изменяется пропорционально в одном направлении, то купленный ранее контракт можно продать дороже почти на столько же, на сколько возрастет к этому времени цена товара.

*Хеджирование на понижение*, или хеджирование продажей — это биржевая операция с продажей срочного контракта. Операция является обратной хеджированию на повышение. Если предполагается, что падение цены может привести к потерям, хеджер продает срочный контракт сегодня по высокой цене, а при продаже своего товара в будущем, когда цена на него упала, покупает такой же срочный контракт по снизившейся (почти на столько же) цене.

Снижение потерь по валютному риску достигается также в процессе диверсификации валютного портфеля предприятия, т. е. выбора для проведения внешнеэкономических операций нескольких видов валют.

**2. Увеличение безнадежной дебиторской задолженности.** На дебиторскую задолженность приходится в среднем от 35 до 80% оборотных активов предприятия. В условиях нестабильности следует обратить внимание на мобилизацию собственных оборотных средств, «замороженных» в дебиторской задолженности. Дебиторская задолженность российских предприятий имела тенденцию к увеличению, достигнув в 2010 г. 18 трлн руб., что почти в два раза больше расходов бюджета Российской Федерации на 2010 г., при этом темп роста дебиторской задолженности составлял 16,6% в 2010 г. и 12% в 2009 г. (по данным [www.gks.ru](http://www.gks.ru)).

Таблица 1

**Динамика дебиторской задолженности предприятий Российской Федерации, млрд руб.**

	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Дебиторская задолженность	13 783	15 442	18 004
в том числе просроченная, %	1051	1011	1048

Оптимизацию расчетов с дебиторами можно проводить по следующим направлениям.

*Группирование по срокам платежа.* Дебиторы структурируются по срокам погашения задолженности. По каждой из групп следует контролировать своевременность и полноту выполнения обязательств контрагентами.

*Реализация дебиторской задолженности или ее части факторинговой компанией.* Надо сопоставлять экономическую выгоду от ускоренного получения денежных средств с выгодой от получения их в срок. Этот способ требует времени для поиска компании-фактора и заключения контракта. Поэтому для случаев, когда требуется быстро закрыть кассовый разрыв, этот способ мало подходит.

*Оценка кредитоспособности клиентов.* Ее следует проводить перед заключением контракта, а также в процессе взаимодействия с покупателями. Можно использовать как скоринговые методы, так и другие в разной степени формализованные методы.

*Система скидок за досрочное погашение дебиторской задолженности.* Как и в случае с реализацией задолженности компании-фактору, надо рассчитывать превышение экономической выгоды от ускоренного получения денежных средств по сравнению с выгодой от погашения дебиторской задолженности в срок.

*Скользящее бюджетирование.* Перед принятием решений об условиях расчетов с контрагентами необходимо учитывать влияние решения на бюджет движения денежных средств и бюджет доходов и расходов.

Можно *лимитировать максимальный период отвлечения средств в дебиторскую задолженность*, а также *максимальный размер товарного (коммерческого) или потребительского кредита*, предоставляемого одному покупателю.

Ограничить объем безнадежной дебиторской задолженности можно с помощью получения от контрагентов определенных *гарантий*. Такие гарантии, связанные с нейтрализацией негативных финансовых последствий при наступлении рискованного события, могут быть предоставлены в форме поручительства, гарантийных писем третьих лиц, страховых полисов в пользу предприятия со стороны его контрагентов по высокорисковым финансовым операциям.

Еще одна мера, позволяющая бороться с возрастанием безнадежной дебиторской задолженности — обеспечение компенсации возможных финансовых потерь по рискам за счет предусматриваемой системы *штрафных санкций*. Это направление предусматривает расчет и включение в условия контрактов с контрагентами необходимых размеров штрафов, пени, неустоек и других форм финансовых санкций в случае нарушения ими своих обязательств (несвоевременных платежей за продукцию, невыплаты процентов и т. п.).

**3. Рост просроченной кредиторской задолженности, отвлечение оборотных средств на ее обслуживание.** Размер просроченной кредиторской задолженности на конец ноября 2011 г. составил, по предварительным данным, 1203,5 млрд руб. По сравнению с ноябрем 2010 г. он возрос на 21,4%. При этом доля просроченной кредиторской задолженности в общем объеме кредиторской задолженности на конец ноября 2011 г. составила 5,8% (в 2010 г. — 5,7%) (по данным Федеральной службы государственной статистики).

Рост просроченной кредиторской задолженности грозит отвлечением оборотных средств на ее обслуживание.

Основной механизм нейтрализации данного риска — реструктуризация, которую можно проводить по нескольким направлениям.

*Уступка прав собственности на основные средства.* Кредиторская задолженность может быть погашена в обмен на основные средства. При этом надо произвести оценку необходимости активов для производственной деятельности предприятия, а также убедиться, что они не служат в качестве обеспечения для других обязательств. Такая схема будет выгодна тем кредиторам, у которых есть возможность использовать или продать полученные основные средства.

*Уступка акций.* Можно уступить часть акций предприятия кредитору в обмен на уменьшение задолженности или улучшение условий кредитования.

*Взаимозачет долгов.* Распространенный метод реструктуризации задолженности. Если предприятие имеет задолженность перед компанией, к которой у него есть встречные требования, можно провести взаимозачет сумм. Компания может выкупить долги кредитора у третьей стороны со скидкой и произвести взаимозачет на всю сумму.

*Использование векселей.* Эффективный инструмент в работе с кредиторской задолженностью — использование банковских векселей. С банком заключается договор кредитования, а обеспечением служит сумма, необходимая для покупки банковских векселей. Компания получает банковские векселя, которыми расплачивается с кредиторами. Чаще всего банк предоставляет кредит предприятию по более низкой ставке, чем ставка по нереструктурированным долгам.

**4. Возникновение кассовых разрывов.** Одним из существенных недостатков в работе современных предприятий является наличие кассовых разрывов. Возникновение такой ситуации естественно, так как один из постулатов финансового менеджмента гласит: «Никто точно не может предсказать в среднесрочном и долгосрочном периоде, когда поступят деньги на счет и когда они потребуются» (Боди, Мертон, 2000, с. 38). Одним из инструментов управления финансами крупных предприятий является система скользящего бюджетирования, которая позволяет более точно определить поступление и расходование средств в соответствии с циклом производственного процесса. Особенно это актуально для предприятий с длинным циклом производства. Этому способствует и то, что «цена» кредитов в РФ значительно выше европейской. После вступления России в ВТО это особенно отрицательно повлияет на конкурентоспособность отечественных предприятий. Несмотря на то, что в 2011 г. имел место тренд на снижение процентной ставки по кредитам до 8,6% (на середину 2011 г.), для многих фондоемких предприятий (машиностроение, судостроение) применение ставки, превышающей 7%, приводит к отрицательному эффекту финансового рычага. Это в частности связано с особенностями размещения государственного оборонного заказа, по которому предельная ставка рентабельности продаж составляет 20% к себестоимости. Преодоление кассовых разрывов связано с построением бюджета.

**5. Падение спроса на продукцию.** По результатам исследования общероссийской общественной организации «Деловая Россия» и Центра конъюнктурных исследований Института статистических исследований и экономики знаний НИУ ВШЭ, деловая активность в начале 2012 г. понизилась. Индекс предпринимательской уверенности снизился до -1% (по сравнению с 1% в декабре 2011 г.). Производство в промышленных организациях, по оценкам их руководителей, в январе характеризовалось замедлением положительной динамики внутреннего спроса на промышленную продукцию (Васильева, 2012). Дополнительные риски падения внешнего спроса на продукцию создаст вступление Рос-

сии в ВТО и последующее вступление в ОЭСР. Под угрозой находятся прежде всего легкая промышленность, фармакология и ряд других отраслей. Одна из широко распространенных ошибок менеджмента в условиях кризиса — повышение цен на продукцию без предварительного исследования рынка. Активизация продаж в ситуации кризиса должна выражаться в развитии отношений с существующими клиентами и привлечении новых, предложении рынку новой продукции, заключении контрактов на работу с давальческим сырьем, а также в пересмотре существующей системы скидок и льгот для покупателей. Следует усилить работу маркетинговых служб предприятия, рассмотреть возможность поиска новых ниш и сегментов рынка. Как показывает опыт, эффективная работа маркетологов позволяет увеличить объем продаж на 20—30%.

Следует выделить группы товаров, приносящих компании наибольшую прибыль. Это можно сделать с помощью ABC-анализа прибыльности продукции компании. Необходимо оценить точку безубыточности для каждой категории товаров и сопоставить ее с фактическими данными о продажах. Если продажи каких-то групп продукции ниже точки безубыточности, следует оценить возможность его снятия с производства или пересмотреть ценовую политику.

**6. Дефицит финансирования.** Общий объем выданных кредитов по отношению к ВВП РФ остается относительно низким — около 41% на конец июля 2011 г. (Доклад об экономике России, 2011, с. 6).

Таблица 2

**Чистые потоки капитала, 2006—2011 гг., млрд долл. США**

Показатель	2008 г.	2009 г.	2010 г.	I кв. 2011 г.	II кв. 2011 г.	I полугодие 2011 г.
Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором	-133,9	-56,9	-35,3	-11,5	-31,2	-21,3
Чистый ввоз/вывоз капитала банковским сектором	-56,9	-31,4	15,9	7,6	-11,9	-7,7
Чистый ввоз/вывоз капитала небанковским сектором	-77	-25,4	-51,2	-19,2	-19,3	-13,7

И с т о ч н и к: (Доклад об экономике России, 2011).

Проявляется тенденция снижения финансирования основного капитала за счет кредитных источников (Доклад об экономике России, 2011, с.29):

Таблица 3

**Доля кредитов в инвестициях в основной капитал, %**

Показатель	2008 г.	2009 г.	2010 г.	Июнь 2011 г. (нарастающим итогом с начала года)
Доля кредитов в инвестициях в основной капитал	17,6	20,1	14,3	13,4

В кризисной ситуации, когда получение традиционных форм финансирования и кредитования существенно затруднено, необходимо искать альтернативные источники финансирования. Один из таких источников уже активно используется в западных странах, но недостаточно развит в России. Это **мезонинное финансирование**, или мезонинное кредитование. Это совершенно новый продукт для российского рынка, предназначенный для нужд компаний с малой капитализацией. Примерно 20% компаний малой капитализации США и Европы ис-



пользуют мезонинное финансирование в качестве основного источника заемных средств.

Актуальность инструмента подтверждается живым интересом в нему в России и за рубежом. В ноябре 2010 г. в Лондоне состоялась конференция «Мезонинное финансирование и рынок субординированной задолженности» («Mezzanine Finance & the Subordinated Debt Market»).

Такие формы рефинансирования долгов, как выпуск еврооблигаций и синдицированное кредитование для компаний со средней капитализацией, недоступны изначально. Получение же предприятием долгосрочного рублевого кредита по относительно приемлемым ставкам 15—20% осложняется тем, что кредитные организации очень сильно ужесточили условия предоставления финансирования — кредиты крайне редко выдаются более чем на 1 год, а ставки варьируются в диапазоне от 17 до 30%.

Сами банки обычно объясняют данную ситуацию невозможностью объективной оценки активов, принимаемых в обеспечение в нынешний период, когда не вполне ясно, что именно будет с национальной валютой. Осложняет положение и жесткая позиция иностранных банков, чьи дочерние компании присутствуют на российском рынке, они кредитуют исключительно компании, в капитале которых участвуют акционеры из той страны, в которой находится головной банк. В подобных условиях ни о каком развитии отечественного бизнеса с помощью финансовых инструментов, конечно, речь не идет и единственная цель использования заемных средств — рефинансирование уже имеющейся задолженности.

Мезонинное финансирование — это способ финансирования венчурных проектов, когда инвестор не входит в капитал компании, а представляет ресурсы для ее развития через долговые обязательства с одновременным приобретением опциона с правом приобретения акций заемщика в будущем по определенной заранее цене.

Долговые обязательства имеют более высокий приоритет в конкурсной очереди, что выгодно венчурному финансисту, а опционное соглашение позволяет заемщику в будущем рассчитаться с кредитором в удобной для него форме — выплата прибыли держателю опциона или размещение в его пользу акций.

При выдаче мезонинного кредита предусматривается субординированное погашение не первой очереди, а также право на приобретение акций или облигаций заемщика в будущем по определенной цене или аналогичный механизм, который предоставляет кредитору возможность участвовать в прибыли проекта. Таким образом, мезонинное финансирование (mezzanine financing) — это промежуточный вид финансирования через залог ценных бумаг между стандартным кредитом с преимущественным погашением и акционерным капиталом.

Мезонинный кредит предоставляется на срок не менее 3—5 лет с погашением тела кредита в конце срока.

Потребность в мезонинном кредите возникает в тех случаях, когда существует интересный бизнес-проект, но собственных средств инициаторов проекта не хватает для привлечения проектного финансирования, а привлечение прямого финансового инвестора неприемлемо. Мезонинный кредит может использоваться при финансировании нового предприятия, дополнении собственных средств при проектном финансировании, а также для приобретения пакета акций за счет заемных средств.

В Российской Федерации субординированное кредитование законодательно разрешено только для банков, поэтому фонды, практикующие мезонинное финансирование, работают с зарубежными партнерами. В российском законодательстве кредитор, предоставляющий заемные средства, гораздо больше защи-

шен законом о банкротствах по сравнению с акционером. Так, заемные средства погашаются в первую очередь, а вложения акционеров в последнюю. Потенциальная прибыль акционера в разы выше прибыли кредитора, которая ограничена выплатой процентов.

В России сделки, связанные с мезонинным финансированием, пока носят единственный характер. Среди немногих российских фондов, предоставляющих мезонинное кредитование, Raven Russia, Quinn. Эти фонды занимаются форвардным финансированием, предоставляя мезонин с условием продажи им объекта по завершению. В 2010 г. был создан фонд Volga River Growth. Инвесторами фонда Volga River Growth стали крупнейшие мировые и российские финансовые институты, в том числе Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) и Номос-банк. Фонд будет сфокусирован на инвестициях в российские компании с устойчивой бизнес-моделью, которые нуждаются в средствах для развития бизнеса, но не могут получить долговое финансирование из-за негибкой кредитной политики банков. В 2011 г. Фонд планировал вложить в российские проекты не менее 80 млн долл. Компаниям Фонд предоставляет кредиты сроком от 3 до 5 лет, получая взамен процентные платежи по ставке 10—14% годовых и миноритарную долю в акционерном капитале.

Среди принципиальных отличий этого способа привлечения финансирования от других выделяют следующие.

*Источники погашения.* Для погашения заемного финансирования используются денежные потоки от основной деятельности, а для погашения мезонина обычно используются средства от продажи активов либо акций компании.

*Источник заемного финансирования.* Заемные средства зачастую привлекаются на открытом публичном рынке. Инструменты мезонинного финансирования размещаются только напрямую путем переговоров между заемщиком и инвестором.

*Ликвидность.* В отличие от ликвидных инструментов: облигаций, векселей и даже пулов стандартных кредитов — инструменты мезонинного финансирования абсолютно неликвидны и не обращаются на финансовом рынке.

*Объем финансирования.* В отличие от кредитов, которые зачастую обеспечивают до 80% объема финансирования проекта, мезонинное финансирование используется в крайне ограниченных объемах (обычно не более 10—20% объема финансирования проекта).

Еще один инструмент финансирования, актуальный в кризис для сегментов среднего и малого предпринимательства, — лизинговое финансирование. В качестве его положительных сторон можно назвать микроуровень, а следовательно, оперативность сделки, что важно в условиях нестабильности. Кроме того, отношение к залоговому обеспечению фундаментально отличается от банковского: если для банка-кредитора ключевым критерием при анализе заемщика является платежеспособность предприятия, а ликвидность залога рассматривается второстепенно только лишь потому, что недостаточно институционализирована реализация обеспечения, то лизинговая компания, как правило, не испытывает трудностей с продажей объекта лизинга либо направления одного в лизинг другому клиенту. Немаловажным фактором является и возможность использования лизингополучателем в качестве обеспечения гарантий фондов поддержки малого бизнеса.

Лизинг обычно применяется в двух случаях. Во-первых, когда стоимость имущества очень велика. Но гораздо чаще лизинговые схемы используются для минимизации налога на имущество. Арендатор может пользоваться имуществом, которое ему не принадлежит, и извлекать выгоду. Когда имущество переходит в собственность арендатора, оно отражается в его балансе не как новое, а по

балансовой стоимости, зафиксированной у лизингодателя на момент окончания договора. Налог на имущество бывший арендатор, а теперь собственник начинает платить именно с этой, существенно меньшей суммы. Лизингодателю такая схема тоже выгодна. При лизинге имущество вплоть до окончания срока договора остается в собственности лизингодателя. Однако на него начисляется ускоренная амортизация. Это означает, что балансовая стоимость имущества резко (иногда до 50% за год) уменьшается. Но налог на имущество платится именно с балансовой стоимости: чем она меньше, тем меньше налог. Уже через год лизингодатель получает существенную экономию.

Для малого бизнеса лизинговые схемы зачастую являются единственным доступным способом приобретения дорогостоящего оборудования и техники. Отметим, что проценты при этом не будут сильно отличаться от банковских, хотя в хорошие времена процент по лизингу обычно превышал банковский на 2—4% годовых (из-за дополнительных рисков). Однако в кризис лизинговый бизнес также испытывает трудности, связанные с особенностями ведения бизнеса. Обычно лизинговая компания размещает (продает) на бирже свои облигации и получает деньги. На полученные средства лизинговая компания полностью или частично (с использованием механизма банковских гарантий) выкупает у промышленных производителей уже упомянутое дорогостоящее имущество. Далее она предоставляет это имущество в лизинг, причем процент по арендным платежам должен превышать процент по облигациям плюс накладные расходы (зарплату сотрудникам, аренду офиса и т. д.).

Кризис негативно повлиял на отлаженную схему лизинговых компаний. Прежде всего, количество инвесторов на облигационном рынке уменьшилось, а оставшиеся требуют по новым выпускам облигаций повышенный «кризисный» процент (20—30% годовых, при этом ранее ставки были в диапазоне 15—17% годовых). При таком проценте «на входе» процент по лизингу для заемщиков — арендаторов имущества взлетел бы до 30—35% годовых. Поэтому лизинговые компании фактически прекратили рефинансироваться через облигационный механизм. Только своевременные платежи заемщиков могут обеспечить лизинговым компаниям возможность расплатиться с инвесторами по ранее выпущенным облигациям. Таким образом, в условиях кризиса лизингополучатели оказываются в приоритетном положении: они могут смело претендовать на снижение ставок процента.

Если часть оборудования не используется, следует составить акт о его консервации. После его передачи в налоговую инспекцию налог на имущество по законсервированным объектам можно будет не уплачивать.

К проблеме дефицита финансирования можно подойти и с другой стороны — снизить затраты.

Необходимо следить за процедурами авторизации расходов, ввести программы сокращения расходов, особенно не связанных с основной деятельностью.

*Бюджетирование.* Планирование затрат и регламентированные процедуры по управлению ими позволят ощутимо снизить издержки. Как минимум, необходимо составлять прогнозный баланс, бюджет движения денежных средств и бюджет доходов и расходов. Для подразделений и центров ответственности тоже следует формировать бюджеты. Полезно будет составлять и контролировать бюджеты дебиторской и кредиторской задолженностей, сырья и материалов.

*Интеграция.* Горизонтальная интеграция направлена на получение экономии за счет объединения нескольких компаний, например, скидок за крупные объемы закупок. Вертикальная интеграция облегчает работу с контрагентами.

*Аутсорсинг.* Необходимо оценить экономический эффект от передачи некоторых бизнес-процессов (прежде всего вспомогательных) на аутсорсинг.

*Технологическая оптимизация.* Следует рассмотреть возможности повышения качества выпускаемой продукции, удешевления технологического процесса. Финансовая служба должна работать в тесной взаимосвязи с директором по производству и главным технологом.

*Оптимизация расходов на персонал.* В ряде случаев необходимо пересмотреть организационную структуру и оценить эффективность работы сотрудников, разработать систему оплаты труда, привязанную к эффективности работы персонала. При этом следует помнить, что экономия от снижения заработной платы сравнительно мала, но может стать причиной серьезных разногласий и волнений внутри компании, что усложнит кризисную ситуацию.

Рассмотренные основные внутренние механизмы и инструменты нейтрализации финансовых рисков могут быть существенно дополнены с учетом специфики финансовой деятельности предприятия и конкретного состава портфеля его финансовых рисков.

Таким образом, риски, которые несет в себе мировой кризис, вполне нейтрализуются с помощью инструментов финансового менеджмента. Несмотря на многообразие и разноплановость рисков, финансовый механизм хозяйствующих субъектов может их нейтрализовать с помощью избежания, лимитирования, хеджирования, трансферта, диверсификации и прочих финансовых методов и инструментов.

### Источники

- Боди З., Мертон Р. Финансы: учебное пособие / пер. с англ. М., 2000.  
Корпоративные финансы: учебник / под ред. проф. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. СПб., 2011.  
Васильева Ю. Уверенности нет // РГ-Бизнес. 2012. 28 фев. (№ 837). [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.rg.ru/2012/02/28/index.html>  
Доклад об экономике России // Всемирный банк в России. 2011. № 26. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://siteresources.worldbank.org/INTRUSSIANFEDERATION/Resources/305499-1245838520910/6238985-1316082024531/RER26\\_RUS.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTRUSSIANFEDERATION/Resources/305499-1245838520910/6238985-1316082024531/RER26_RUS.pdf)  
Экономико-политическая ситуация в России в декабре 2011 г. / авт. колл. Института Гайдара // Научный вестник ИЭП им. Гайдара. 2011. 28 дек. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.iep.ru/ru/ekonomiko-politicheskaya-situaciya-v-rossii-v-dekatre-2011-g.html>  
Экономико-политическая ситуация в России в июле 2011 г. / авт. колл. Института Гайдара // Научный вестник ИЭП им. Гайдара. 2011. 4 авг. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.iep.ru/ru/ekonomiko-politicheskaya-situaciya-v-rossii-v-iyule-2011-g-2.html>  
Федеральная служба государственной статистики. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.gks.ru>