

# НАСТОЛЬНАЯ КНИГА ФИНАНСОВОГО ДИРЕКТОРА

Стивен Брег

Перевод с английского

6-е издание



Москва  
2009

## **ПРИВЛЕЧЕНИЕ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ\***

Бизнес любого масштаба на каком-то этапе своего развития, вероятно, потребует дополнительного финансирования, превышающего величину денежного потока, который создается текущей деятельностью. Это может быть вызвано внезапным быстрым ростом, требующим большого объема оборотных средств; расширением мощностей, предполагающим наращивание основных средств; внезапным спадом бизнеса, вызывающим необходимость в дополнительных денежных ресурсах для покрытия накладных расходов; или, возможно, сезонным характером бизнеса, требующим дополнительных денег в межсезонье. Различные виды нехватки наличности будут предполагать различные виды финансирования, которых, как показано в этой главе, существует довольно много. В последующих параграфах мы вкратце опишем каждый вид финансирования и условия, при которых он может использоваться, а также управление финансовыми проблемами и отношениями с банком.

### **УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЕМ**

Привлечение финансирования никогда не следует проводить в обстановке внезапной спешки, когда финансовый директор бежит по городу и просит денег, чтобы расплатиться по очередному счету. Разумная степень планирования поможет более легко ответить не только на вопрос, *когда* потребуются дополнительные деньги, но также и *сколько* потребуется, и какие средства можно использовать, чтобы получить их.

Первым шагом к достижению такого уровня организации является разработка прогноза денежной наличности, который детально рассматривается в главе 12 «Управление денежными средствами». Имея эту информацию, можно определить приблизительные объемы необходимого финансирования, а также продолжительность потребности в деньгах. Эта информация имеет

---

\* Взято в переработанном виде с разрешения издательства из главы 31 *Accounting Reference Desktop* by Bragg (John Wiley & Sons, 2002).

большую ценность для правильного структурирования финансовой сделки. Например, если компания проводит экспансию в новый регион и нуждается в оборотных средствах для продаж там, то она может запланировать привлечение краткосрочного кредита, возможно, обеспеченного дебиторской задолженностью и запасами, закупленными для магазина в этом регионе. Напротив, если компания планирует расширение своих производственных возможностей посредством покупки нового крупного актива, может быть, лучше провести переговоры о капитальной аренде в отношении ее покупки и таким образом использовать в качестве обеспечения только новое оборудование, оставив все другие активы свободными для обеспечения будущих соглашений о финансировании.

Помимо этого продвинутого уровня планирования денежных потоков, компания может осуществлять все нижеперечисленные виды деятельности для того, чтобы более надежно контролировать свои денежные потребности и потенциальные источники финансирования:

- *Минимизируйте объем кредитов, использующих базу заимствования.* Кредиты, которые используют в качестве обеспечения активы компании, будут иметь более низкие процентные ставки, поскольку риск для кредитора значительно уменьшается. Финансовому директору следует очень осторожно относиться к тому, чтобы позволить какому-то кредитору получить в залог все активы компании, особенно по относительно небольшому кредиту, поскольку это не оставляет обеспечения, которым могут воспользоваться другие кредиторы. Лучше постараться убедить кредитора согласиться на возможно меньшее обеспечение, предпочтительно состоящее из конкретных активов, а не целых категорий активов. Эффективность этой стратегии можно отслеживать, рассчитывая долю имеющейся базы заимствования, которая заложена кредиторам. Кроме того, если база заимствования еще не полностью использована для обеспечения, то полезным показателем будет определение даты, когда она, вероятно, будет полностью заложена, и таким образом планирование дополнительного финансирования после этой точки будет учитывать вероятное увеличение процентных расходов.
- *Заранее определяйте инвесторов и кредиторов.* Даже если уровень денежного планирования является достаточно высоким и позволяет выявлять нехватки за месяцы вперед, столько же времени может уйти на поиск кредиторов, готовых заранее зарезервировать средства. Соответственно, финансовому директору следует начинать поиск кредиторов и инвесторов как можно раньше. Если эту задачу не решать заблаговременно, то компания будет вынуждена принять менее выгодные условия в последнюю минуту. Эффективность этой стратегии можно количественно определить, отслеживая среднюю процентную ставку по всем формам финансирования.

- *Минимизируйте потребность в оборотных средствах.* Наилучшей формой финансирования является устранение потребности в денежных средствах внутри компании, и, таким образом, финансирование никогда не понадобится. Это лучше всего делать путем уменьшения оборотных средств, как описано ниже в параграфах, посвященных сокращению дебиторской задолженности, кредиторской задолженности и запасов.
- *Вычищайте банковские счета.* Если компания действует во многих местах и имеет по крайней мере один банковский счет в каждом месте, то, возможно, что значительная сумма денег лежит без движения на этих счетах. Поработав со своим банком, финансовый директор может автоматически переводить содержимое этих счетов на один счет каждый день, эффективно используя все имеющиеся деньги и сводя к минимуму потребности в финансировании.

## ОТНОШЕНИЯ С БАНКОМ

Частью процесса привлечения финансирования является надлежащая работа об информировании своего банковского куратора. Поскольку одним из основных источников финансирования является банк, в котором обслуживается компания, очень важно иметь выделенного банковского служащего полностью информированным о деятельности и текущих финансовых показателях компании. Это должно включать, по крайней мере, ежеквартальное предоставление этому служащему финансовой информации, а также осуществлять последующие звонки с целью обсуждения достигнутых результатов, даже если компания в данное время не имеет никаких заимствований от банка. Такой подход обусловлен тем, что банковскому служащему нужно привыкнуть работать с финансовым директором и хорошо узнать компанию.

Помимо установления таких персональных отношений с банковским служащим, важно также централизовать как можно больше банковских функций, таких как чековые, зарплатные и сберегательные счета, объединенные счета, счета с нулевым сальдо, и все связанные с ними услуги, например, банковские ячейки и онлайн-обслуживание. Таким образом, банковский служащий будет видеть, что компания платит банку внушительную сумму денег в виде комиссионных и поэтому заслуживает внимания, когда просит о помощи в решении своих финансовых проблем.

Финансовому директору следует также знать те виды финансовых показателей, которые банкиры будут анализировать при рассмотрении кредитной заявки, и поэтому он заранее может поработать над улучшением этих показателей. Например, кредитор, вероятно, проанализирует мгновенную и текущую ликвидность компании, отношение ее долга к собственному капиталу, рентабельность, чистые оборотные средства и число дней деби-

торской задолженности, кредиторской задолженности и запасов. Банковский служащий, возможно, захочет заранее проинформировать компанию о том, какие показатели он будет анализировать, а также о желательном минимальном значении каждого из них. Например, может потребоваться текущая ликвидность 2 : 1, отношение долга к собственному капиталу не хуже 40% и число дней запасов не хуже 70. Располагая такой информацией, компания может реструктурировать себя до подачи кредитной заявки, чтобы обеспечить ее одобрение.

Даже предпринимая все эти шаги с целью обеспечить одобрение финансирования, менеджеры компании должны отдавать себе отчет в том, что кредитор может наложить на компанию ряд ограничений, например, минимальные показатели эффективности, отказ от выплаты дивидендов до погашения кредита, ограничения на обратный выкуп акций и инвестиции в другие компании и (особенно) предоставление кредитору старшей очередности относительно всего обеспечения компании. Зная обо всех этих проблемах заранее, иногда можно договориться с кредитором о сокращении объема или продолжительности некоторых из ограничений.

Короче, отношения компании с банком являются исключительно важными и должны поддерживаться с особой заботой. Однако это «улица с двусторонним движением», что предполагает наличие понимающего банковского служащего в кредитном учреждении. Если нынешний банковский служащий является нечутким, то вполне допустимо попросить о его замене, или поменять банк, чтобы установить более хорошие отношения.

## РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА

Долг любой публичной компании может получить рейтинг от Moody's, Standard & Poor's или Fitch, являющихся агентствами кредитного рейтинга. Эти три фирмы квалифицируются Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) как «национально признанные статистические рейтинговые организации», и как таковые только они имеют разрешение SEC на присуждение долговых рейтингов.

Аналитики рейтингового агентства проводят детальный анализ финансовой информации компании и на ее основе рассчитывают кредитные баллы. Баллы любого из трех агентств указывают на предполагаемый риск дефолта по данному долгу, что ведет к изменению цен долговых инструментов на открытом рынке. Изменение их рейтингов ниже «инвестиционной категории» может иметь существенные негативные последствия, поскольку внутренние правила многих инвестиционных фондов запрещают держать любые ценные бумаги ниже инвестиционной категории, и поэтому в этой точке фонды обязаны сбросить такой долг, что ведет к крупным падениям цен.

Кредитные агентства взимают с компании-эмитента плату за рейтинг ее нового долга и, кроме того, действует план «оценочных отношений», по которому они берут с компании ежегодную плату за рейтинг практически всех ее облигационных выпусков. Для публичной компании трудно выкарабкаться из-под этой схемы. Любой долговой выпуск, который вообще не имеет кредитного рейтинга, по определению относится к неинвестиционной категории и поэтому предполагает намного более высокую процентную ставку, что ведет к более низкой цене продажи и поступлению в компанию меньшей выручки от долгового выпуска.

В последующий параграфы описываются различные виды финансирования, которое потенциально может привлечь компания, включая сокращение оборотных средств с целью избежать потребности в финансировании.

## **ЗАДЕРЖКА ОПЛАТЫ КРЕДИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ**

Хотя это и не считается стандартным методом финансирования, поскольку касается внутренних процедур, можно намеренно удлинить периоды времени, по истечении которых погашается кредиторская задолженность. Например, если сальдо «кредиторки» 1 000 000 долл. продлить на один месяц, то компания всего-навсего получит возобновляемый беспроцентный кредит на эту сумму, финансируемый ее поставщиками.

Хотя такой подход, как представляется на первый взгляд, может принести бесплатный долг, он имеет ряд серьезных последствий. Первое состоит в том, что поставщики быстро заметят задержку платежа и станут просить предоплату или оплату против поставки для всех будущих поставок, что принудительно будет извещать компанию о случаях, когда она слишком затягивает платеж. Даже если она все же сможет удерживаться в рамках установленного периода, когда эти условия оплаты будут введены, поставщики начнут давать компании более низкий приоритет отгрузок, учитывая ее практику оплаты их счетов, и могут также повысить цены для компании, чтобы компенсировать стоимость финансирования, которое они неформально предоставляют компании. Кроме того, если поставщики сообщают информацию об оплате в кредитно-информационное бюро, просроченные платежи будут обнародованы для всеобщего сведения, что может дать новым поставщикам компании основание для отказа в открытии любого кредита, который в противном случае они предоставили бы.

Другое возражение против этой практики состоит в том, что поставщики, которым не платят, будут посылать в компанию копии просроченных счетов. Эти счета вполне могут оказаться в платежном документообороте и быть оплачены вместе с экземплярами первоначальных счетов (если только не установлены меры контроля, выявляющие дублирующие номера или

суммы счетов). В результате компания будет платить несколько раз по одному и тому же счету.

Еще одним фактором является то, что любые скидки за раннюю оплату, которые могла получить компания, будут потеряны, если следовать этой стратегии поздней оплаты. Однако, вероятно, что компания, испытывающая денежные затруднения, уже пропустила сроки ранней оплаты. Кроме того, обычно не так много поставщиков, предлагающих скидки, поэтому они составили бы лишь малую часть кредиторской задолженности.

Единственная ситуация, в которой этот метод оправдан, это когда снабженцы выходят на поставщиков и договариваются об удлинении сроков оплаты, возможно, в обмен на более высокие цены или более крупные объемы закупок. Если это можно сделать, то указанные выше проблемы уже не будут таковыми.

Таким образом, если задержка оплаты не является результатом формальной договоренности с поставщиками, то этим вариантом финансирования лучше воспользоваться тем организациям, которые не имеют других приемлемых альтернатив финансирования и которые, по существу, опустились до выбора: ожесточать своих поставщиков или выходить из бизнеса.

## **УСКОРЕНИЕ ВЗЫСКАНИЯ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ**

Большой объем корпоративной наличности может быть связан с дебиторской задолженностью, причем по разным причинам. Компания могла неблагоразумно расширить свои доходы за счет сокращения своих кредитных ограничений в отношении новых клиентов, или она могла предоставить слишком большой кредит существующему покупателю, который не в состоянии погасить его в короткие сроки, или она продала товары в период межсезонья, пообещав покупателям длинные сроки оплаты, или возможно, что она работает в отрасли, где обычный период оплаты является весьма продолжительным. Учитывая масштабы этой проблемы, компания вскоре столкнется с потребностью в дополнительном финансировании, чтобы поддержать объем неоплаченной «дебиторки».

Эту проблема решается несколькими способами. Один из них — предложить покупателям вариант оплаты кредитными картами, который ускоряет время расчетов всего до нескольких дней. Другая альтернатива — проанализировать стоимость финансирования и уровни просроченных долгов, связанных с предоставлением кредита покупателям с высоким риском, и отказаться от тех из них, которые не стоят хлопот. Третий вариант — повысить интенсивность работы группы взыскания дебиторской задолженности путем использования программного обеспечения, автоматически рассылающего письма (и факсы) с напоминанием и взаимодействующего с докумен-

тацией дебиторской задолженности, а также обеспечить компанию достаточным количеством персонала для сбора долгов. Наконец, может оказаться возможным сократить число дней в стандартных сроках оплаты, хотя это может стать проблемой для существующих клиентов, привыкших к более продолжительным срокам оплаты.

Уменьшение дебиторской задолженности следует рассматривать как одну из наилучших форм доступного финансирования, поскольку оно не требует привлечения долга из внешнего источника.

## **КРЕДИТНЫЕ КАРТЫ**

Крупная компания, разумеется, не может полагаться на кредитные карты, как источник долгосрочного финансирования, поскольку они в любое время могут быть аннулированы банком-эмитентом, и к тому же они отнюдь не дешевы, потому что процентные ставки по кредитным картам неизменно граничат с законодательными пределами процентных ставок в каждом штате. Более того, они могут требовать чьих-то личных гарантий. Тем не менее в деловой литературе время от времени встречаются примеры счетов владельцев малого бизнеса, которые используют большое количество кредитных карт, чтобы финансировать начальный этап своего бизнеса, причем иногда используют денежные авансы по одной карте для погашения установленных минимальных сумм платежей по другим картам. Учитывая стоимость этих карт и малый объем финансирования, который обычно доступен по ним, это не тот метод финансирования, который можно рекомендовать кому-либо, кроме самых рискованных и жаждущих наличности компаний.

## **ДОГОВОРЕННОСТЬ СО СЛУЖАЩИМИ**

В редких случаях можно договориться со служащими об уменьшении зарплаты в обмен на предоставление акций или долю в прибыли компании. Однако маловероятно, что компания, испытывающая серьезные финансовые затруднения, сможет убедить служащих переключиться с фиксированных зарплатных чеков на неопределенный прирост капитала или долю в прибыли компании, находящейся не в лучшей форме. Если изменение такого рода навязывается служащим, то весьма вероятно, что лучшие из них покинут организацию в поисках более высокой зарплаты где-то еще. Другим недостатком этого метода является то, что передача значительной части акций служащим может привести к вхождению служащих (или их представителей) в совет директоров. Короче, этот вариант не рекомендуется в качестве приемлемой формы финансирования.



## ФАКТОРИНГ

По договору факторинга финансовая компания соглашается взять на себя взыскание дебиторской задолженности компании и забирать полученные деньги в обмен на немедленную выплату денег компании. Этот процесс обычно включает просьбу к клиентам посылать платежи в банковскую ячейку, которая внешне управляется компанией, но фактически контролируется финансовой компанией. В рамках подлинного соглашения о факторинге финансовая компания берет на себя риск убытка по любым просроченным долгам, хотя будет иметь право выбирать, какие виды дебиторской задолженности она примет для того, чтобы уменьшить свой риск убытка. Финансовая компания больше заинтересована в сделке такого рода, когда объем каждого дебиторского счета достаточно велик, поскольку это уменьшает ее издержки в расчете на одно взыскание. Если каждый из дебиторских счетов невелик, то финансовая компания все равно может быть заинтересована в договоре факторинга, но она возьмет с компании дополнительную плату за возросший объем работы. Кредитор будет взимать процент (по крайней мере, на 2% выше ставки первоклассных заемщиков), а также комиссию за обработку каждого счета после его оплаты. Также может быть установлена минимальная общая сумма оплаты, чтобы покрыть расходы на заключение договора факторинга в случае, если лишь немногие дебиторские счета переданы кредитором фактически. Компания, работающая в рамках такой договоренности, может получить деньги сразу, либо может ждать до указанной в счете даты оплаты, прежде чем ей будет отправлен платеж. Последний вариант уменьшает процентные расходы, которые компания должна будет заплатить факторинговой компании, что обычно противоречит причине заключения договора факторинга, заключающейся в том, чтобы как можно быстрее вернуть деньги в компанию. Дополнительным преимуществом является то, что отпадает необходимость в персонале по взысканию долгов, поскольку кредитор берет эту тяжелую работу на себя.

Аналогичным соглашением является финансирование дебиторской задолженности, по которому кредитор использует дебиторские счета в качестве обеспечения кредита и получает напрямую платежи от клиентов, вместо того, чтобы ждать периодических выплат по кредиту от компании. Обычно кредитор дает компании кредит максимум в 80% от сальдо ее дебиторской задолженности и только под счета сроком менее 90 дней. Кроме того, если счет, под который выдан кредит, не оплачен в течение установленного 90-дневного периода, то кредитор потребует от компании возврата кредита, связанного с данным счетом.

Хотя обе разновидности факторинга будут резко ускорять денежные поступления в компанию, это дорогостоящий вариант финансирования и поэтому он не считается приемлемым методом долгосрочного финансирования деятельности компании. Он лучше подходит для ситуаций краткосрочного

роста, когда не хватает денег для покрытия внезапной нужды в оборотных средствах. Кроме того, деловые партнеры компании могут с подозрением отнестись к такому соглашению, поскольку это метод, который ассоциируется с организациями, имеющими серьезные денежные проблемы.

## **СКЛАДСКОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ**

По соглашению о складском финансировании, финансовая компания (обычно та, которая специализируется на соглашениях данного типа) отгородит часть складской площади фирмы. Все запасы в ней являются обеспечением по кредиту, предоставленному финансовой компанией этой фирме. В случае необходимости, финансовая компания будет оплачивать дополнительное сырье и материалы, и эти расходы будут покрываться напрямую из дебиторских счетов сразу после получения платежа от клиента. Если имеется строгая система контроля запасов, то финансовая компания также поставит работника, который будет регистрировать все поступления и выдачи с залогового склада. Если такой системы нет, то от фирмы потребуют частого пересчета всех единиц хранения в залоговой области и сообщения этой информации финансовой компании. Если уровень запасов опускается ниже суммы кредита, то фирма должна выплатить финансовой компании разницу между текущей суммой кредита и суммарной оценкой запасов. Залоговое право штатов требует также, чтобы фирма установила обозначения вокруг залоговой области, указывающие, что в отношении ее содержимого действует право удержания имущества до уплаты долга.

Складское финансирование имеет высокую интенсивность транзакций, особенно когда финансовая компания ставит на площадку учетчика, и поэтому это очень дорогой способ привлечения средств. Этот метод рекомендуется только тем фирмам, которые исчерпали все другие, менее дорогостоящие формы финансирования. Однако, кредиторы, как правило, не требуют каких-либо ограничительных оговорок в связи с такими кредитами, оставляя корпоративному руководству больший контроль над деятельностью фирмы.

## **ПЛАНИРОВАНИЕ МИНИМАЛЬНОЙ ЦЕНЫ**

Некоторые кредиторы будут напрямую оплачивать крупные активы, которые получает оптовик или розничный магазин (например, бытовая техника или автомобили), и получать свои деньги назад, когда активы проданы покупателям. Чтобы защитить себя, кредитор может потребовать, чтобы цена каждого из продаваемых активов была не ниже той, которую он первоначально заплатил за него по поручению оптовика или розничного продавца. Поскольку основой кредита для кредитора служит исключительно предоставляемое обеспечение

(в противоположность его вере в бизнес-план или общекорпоративные денежные потоки), он будет проводить частый пересчет активов и сравнивать их со своим списком первоначально закупленных активов для оптового или розничного торговца. Если имеется недостача ожидаемого количества товара, кредитор потребует платы за недостающий товар. Кредитор может также потребовать ликвидации кредита по завершении установленного периода, особенно если данные активы подвержены риску быстрого устаревания.

Этот вариант финансирования хорош для небольших или недофинансируемых оптовых или розничных компаний, поскольку процентная ставка невелика (благодаря наличию обеспечения).

## СОКРАЩЕНИЕ ЗАПАСОВ

Ужасной утечкой денег является сумма имеющихся запасов. Лучшим способом сократить их, и, следовательно, уменьшить сумму необходимого финансирования, является установка системы производственного планирования, для которой имеется много вариантов программного обеспечения. Наиболее фундаментальным из них является система планирования потребности в материалах (material requirements planning system, MRP), которая умножает объемы, запланированные для будущего производства, на индивидуальные компоненты, необходимые для создания каждого изделия, что дает план количественных закупок сырья и материалов. В наиболее совершенной форме, эта система может планировать поставки компонентов от производителей в конкретные даты и во временных диапазонах всего в несколько часов. Если в ней установлен блок планирования производственных площадей, она может также контролировать движение сырья в рамках производственного процесса, что снижает уровни запасов в незавершенном производстве, поскольку предотвращает скопление полуфабрикатов перед технологически «узкими местами». Понятно, что такая система может привести к крупным сокращениям товарно-материальных запасов компании. Более прогрессивная система, называемая планированием производственных ресурсов (manufacturing resources planning, MRP II), добавляет возможности планирования производственных мощностей и затрат труда, но не оказывает прямого влияния на уровни запасов.

Производственная система «точно вовремя» содержит ряд требований, позволяющих почти устранить запасы. Она концентрируется на коротком времени переналадки оборудования, которое делает возможным очень малые производственные серии, что, в свою очередь, предотвращает образование чрезмерных запасов, появляющихся при больших производственных сериях. Кроме того, эта система требует, чтобы поставщики осуществляли небольшие и частые отгрузки сырья и материалов, предпочтительно минуя приемные пункты и доставляя их сразу к рабочим станциям, где они необходимы. Далее, производственные площади поделены на рабочие ячейки, чтобы один работ-

ник мог пройти с единицей изделия через несколько производственных операций, это не только предотвращает накопление незавершенного производства между рабочими станциями, но также повышает уровень качества, сокращая затраты на брак. Ключевым результатом этой системы является производственный процесс с очень высоким уровнем оборота запасов.

Использование систем планирования запасов для того, чтобы сократить их уровни, а, следовательно, и потребности в финансировании, является превосходным выбором для тех организаций, которые уже страдают от крупных инвестиций в запасы, в то же имеют деньги и время для установки такой системы. Использование MRP, MRP II и системы «точно вовремя» не станет большим подспорьем для смягчения краткосрочных денежных проблем, поскольку они могут потребовать лучшую часть года для внедрения и еще несколько лет для точной настройки.

## ЛИЗИНГ

Лизинг относится к покупке конкретного актива, который обычно оплачивается лизингодателем по поручению компании. Взамен компания платит лизинговой фирме фиксированную ставку, включающую процент и основной долг. Она может также оплачивать налог на имущество в отношении купленного актива. Лизинг может определяться как *операционный*, по условиям которого лизингодатель держит актив на своем балансе и начисляет амортизационные расходы, в то время как лизингополучатель отражает лизинговые платежи как расходы в своем балансе. Лизинг такого типа, как правило, не покрывает полный срок жизни актива, и покупатель не имеет опциона на его выкуп по окончании лизинга. Обратная ситуация имеет место при *капитальном лизинге*, где лизингополучатель отражает его как актив и обязан начислять всю соответствующую амортизацию. В последнем случае лизинговые платежи разделены на процентную и основную части и соответствующим образом отражаются в балансе лизингополучателя.

Стоимость лизинга можно уменьшить, если сгруппировать покупки разных активов в одном контракте, что значительно сокращает затраты лизингодателя на документацию. Если в настоящее время имеется несколько лизинговых соглашений, они могут быть выплачены и оформлены в виде одного, более крупного контракта, что обеспечивает снижение издержек финансирования.

Вариант лизинга больше всего подходит компаниям, которые хотят иметь соглашения об обеспечении только в отношении конкретных активов, а другие активы оставить свободными для использования в качестве базы заимствования по другим кредитам. Лизинг может устроить любые компании, кроме самых неустойчивых в финансовом отношении, поскольку кредиторы всегда могут использовать активы в качестве обеспечения и редко накладывают какие-либо финансовые ограничения. Кроме того, нет проблемы с

использованием ненужного оборудования после окончания лизинга, поскольку им занимается лизингодатель. Более того, будущие выплаты по операционному лизингу не отражаются в балансе как пассивы.

Однако недобросовестные кредиторы могут спрятать или замаскировать процент, начисляемый за лизинг, поэтому менее осведомленные в финансовом отношении компании будут платить непомерные ставки. Кроме того, компания обязана произвести все платежи вплоть до окончания срока лизинга, даже если она больше не нуждается в арендуемом оборудовании.

## КРЕДИТНАЯ ЛИНИЯ

Кредитная линия — это обязательство кредитора заплатить компании всякий раз, когда ей нужны деньги, вплоть до заранее установленного максимального уровня. Она в целом обеспечена активами компании и по этой причине имеет процентную ставку, не намного выше ставки первоклассных заемщиков. Как правило, банк будет взимать ежегодный сбор за поддержание кредитной линии, независимо от суммы средств, выданных по кредиту, на том основании, что он потратился на выполнение подготовительной работы по кредиту. Вероятно, банк также потребует ежегодного аудита основных счетов и балансовых активов, чтобы удостовериться в том, что финансовое положение компании соответствует нормативам банка. Одной из проблем, связанных с кредитной линией, является то, что банк может аннулировать ее или отказаться выдать дополнительные средства по ней, если он чувствует, что компания больше не является хорошим заемщиком. Другая проблема состоит в том, что банк может потребовать, чтобы компания поддерживала компенсационный остаток на счете в банке; это повышает эффективную процентную ставку по кредитной линии, поскольку компания не зарабатывает проценты на средствах, хранящихся в банке.

Кредитная линия особенно полезна в ситуациях, где могут возникать лишь кратковременные нехватки наличности или сезонные потребности, когда в определенное время года кредитная линия выбирается до нуля. Если ожидается, что потребности в деньгах будут более долгосрочными, то более подходящими формами финансирования будут срочные ноты или облигации.

## ЗАЙМЫ

### *Под активы*

Кредит, использующий в качестве обеспечения основные средства или запасы, является распространенной формой финансирования со стороны банков. Могут также выдаваться кредиты, которые основаны на других формах обеспечения, например, сумме денежных взносов по страхованию жизни, ценных

бумагах или недвижимости. Для расчета максимальной суммы займа банк будет использовать реализационную стоимость основных средств (определяемую посредством ежегодной оценки) и/или запасов. Если в качестве базы займа используются запасы, то благоразумный кредитор будет ссужать, как правило, не более 50% от стоимости сырья и 80% от стоимости готовой продукции на том основании, что он, возможно, будет вынужден продавать запасы в случае судебного лишения должника права выкупа заложенного имущества и может не получить его полную цену во время продажи. Гораздо менее вероятно, что кредиторы примут запасы в качестве обеспечения, если те имеют короткие сроки хранения, узко специализированы, подвержены быстрому устареванию, или настолько сезонны, что их стоимость значительно снижается в определенные периоды года.

Учитывая наличие обеспечения, займы такого типа обычно имеют более низкую процентную ставку. Кроме того, кредиторы, как правило, не требуют каких-либо ограничительных оговорок в связи с этими займами, оставляя корпоративному руководству больший контроль над деятельностью компании. Однако к общей стоимости этой формы финансирования следует добавить затраты на ежегодную оценку основных средств или ежегодный аудит со стороны банка (заплатить за который попросят компанию). Кроме того, кредиторы требуют частых отчетов о состоянии заложенных активов — иногда столь частых, как ежедневные по дебиторской задолженности и еженедельные по запасам.

### Облигации

Облигация — это зафиксированное обязательство заплатить, обычно стандартную сумму 1000 долл. за облигацию, которое корпорация выпускает для инвесторов. Это может быть *регистрируемая облигация*, когда компания ведет список владельцев каждой облигации. При использовании этого инструмента компания выплачивает проценты, а также производит финальную выплату основной суммы зарегистрированному инвестору. Это может быть также *купонная облигация*, для которой компания не ведет стандартный реестр держателей облигаций. Вместо этого каждая облигация содержит процентные купоны, которые владельцы отделяют и посылают в компанию в даты, когда наступают сроки выплаты процентов. Купонные облигации легче передавать от одного инвестора к другому, но легкость передачи делает их более подверженными утере.

Облигации имеют множество оттенков. Следующий список кратко характеризует наиболее распространенные из них:

- *Залоговая трастовая облигация.* Облигация, использующая в качестве обеспечения инвестиции компании в ценные бумаги.
- *Конвертируемая облигация.* Облигация, которая может быть конвертирована в акции с использованием заранее установленного коэффици-

циента обмена. Наличие прав конвертации, как правило, сокращает процентные расходы по этим облигациям, поскольку для инвесторов конверсионная привилегия имеет некоторую ценность. См. вариант этого метода в абзаце «Конвертируемая облигация с нулевым купоном».

- *Необеспеченная облигация (debenture)*. Облигация, выпущенная без обеспечения. Субординированная необеспеченная облигация указывает долг, который имеет старшинство над ней.
- *Облигация с отложенным процентом*. Облигация, по которой выплачиваются уменьшенные проценты в первые годы ее срока жизни, либо процент не выплачивается вообще, и затем это компенсируется повышенным процентом в более поздний период. Поскольку облигации этого вида ассоциируются с фирмами, имеющими краткосрочные денежные проблемы, полная процентная ставка за весь срок их жизни может быть высокой.
- *«Бездонная» облигация (floorless bond)*. Облигация, условия которой позволяют покупателям конвертировать ее, вместе с любыми накопленными процентами, в обыкновенные акции. Основанием для ее прозвища стало то, что держатели облигаций могут конвертировать их в некоторое количество акций и продать последние на открытом рынке, что, как предполагается, приведет к снижению котировок и позволит им купить больше акций, и так далее. Если бы крупный держатель облигаций конвертировал их в обыкновенные акции, результатом мог бы стать обвал котировок, что может привести к переходу контроля над компанией к бывшему держателю облигаций. Однако эта проблема конверсии может контролироваться в определенных пределах путем включения условий конверсии, которые разрешают держателям облигаций производить конверсию только в установленные периоды времени или с разрешения руководства компании.
- *Гарантированная облигация*. Облигация, выплаты по которой гарантируются третьей стороной. Родительские компании иногда предоставляют такую гарантию облигациям, выпущенным дочерними компаниями, чтобы получить более низкую эффективную процентную ставку.
- *Доходная облигация (income bond)*. Облигация, по которой проценты выплачиваются только в том случае, если есть прибыль. Она может быть привязана к общим корпоративным доходам или к конкретным проектам. Если в условиях облигации указано, что проценты накапливаются, то проценты будут аккумулироваться в течение неоплаченных периодов и выплачиваться позже, когда появятся деньги для этого.
- *Закладная облигация (mortgage bond)*. Облигационный выпуск может быть также обеспечен любой недвижимостью, находящейся в собственности компании (закладная на недвижимость), либо оборудованием, которым владеет компания (закладная на оборудование), либо всеми активами (общая закладная облигация).

- *Серийная облигация.* Облигационный выпуск, где каждый год погашается часть общего количества облигаций, что ведет к постепенному уменьшению общей суммы выпущенного долга.
- *Облигация с переменной ставкой.* Облигация, процентная ставка которой изменяется в зависимости от базового индикатора, например, ставки первоклассных заемщиков. Финансовым директорам следует быть осторожными с такими облигациями, потому что скачки базового индикатора могут вести к существенному росту процентных расходов.
- *Облигация с нулевым купоном.* Облигация без объявленной ставки процента. Инвесторы покупают эти облигации со значительной скидкой к номиналу, чтобы заработать реальные проценты.
- *Конвертируемая облигация с нулевым купоном.* Облигация, которая не предлагает процентной ставки на своем титуле, но позволяет инвесторам конвертировать ее в акции, если цена акции достигает уровня, который выше ее текущей цены на открытом рынке. Привлекательность для инвесторов состоит в том, что, даже если цена конвертации в акции установлена с существенной премией над текущей рыночной ценой акции, высокий уровень волатильности цены акции дает инвесторам некоторую надежду на прибыльную конверсию в акции. Привлекательность для компании состоит в том, что ожидание конверсии в акции представляет достаточную ценность для инвесторов, чтобы они не требовали процентной ставки по облигации вообще или, по крайней мере, покупали облигацию лишь с минимальной скидкой к номиналу, что обеспечивает небольшую эффективную процентную ставку. Вывертом этой концепции является оговорка об условной конверсии (contingent conversion clause, или «co-co» clause), которая требует, чтобы цена акции превысила установленную точку конверсии на некоторую фиксированную величину, прежде чем инвесторам будет позволено фактически переложиться в акцию, что делает конверсию даже еще менее вероятной. Эта концепция совершенно бесполезна для компании, чьи акции в прошлом лишь незначительно отклонялись от их текущей цены, поскольку инвесторы будут видеть малую вероятность конверсии и поэтому низко оценят конверсионную характеристику, требуя вместо этого более высокую процентную ставку по облигации.

Может существовать документ о выпуске облигаций, который перечисляет все характеристики облигационного выпуска, и где содержатся ограничения, которые компания накладывает на себя, например, лимиты на капитальные вложения или дивиденды, чтобы сделать облигационный выпуск возможно более привлекательным для инвесторов. Если компания не соблюдает эти ограничения, то облигации будут в дефолте.

Облигация обычно выпускается с фиксированной процентной ставкой. Однако, если ставка чрезмерно низка в условиях текущего рынка, то инвесторы



торы будут меньше платить за номинальную стоимость облигации, поднимая, таким образом, чистую процентную ставку, уплачиваемую компанией. Аналогичным образом, если ставка слишком высока, то инвесторы будут платить за облигацию больше, понижая чистую процентную ставку, уплачиваемую компанией.

К облигации можно добавить ряд качеств, чтобы сделать ее более привлекательной для инвесторов. Например, ее условия могут включать создание компанией фонда погашения, в который она периодически вносит деньги, обеспечивая тем самым наличие достаточных средств к моменту погашения облигации, чтобы должным образом произвести расчет со всеми держателями облигаций. Может также иметься конверсионная характеристика, позволяющая держателю облигации обменять свои бумаги на акции; эта характеристика, как правило, устанавливает коэффициент конвертации облигаций в акции на уровне, который будет удерживать инвестора от конверсии до тех пор, пока цена акции не изменится с ее уровня при выпуске облигаций, чтобы избежать разводнения доли существующих акционеров. В редких случаях, облигации могут поддерживаться персональными гарантиями или родительской компанией.

Имеются и характеристики, которыми инвесторы могут быть менее довольны. Например, облигация может включать возможность отзыва, позволяющую компании выкупить облигации по установленной цене в определенный период в будущем. Эта характеристика может ограничивать сумму денег, которую держатель облигации мог бы заработать при владении облигацией до срока погашения. Кроме того, компания может ввести характеристику скользящего отзыва, согласно которой она может выкупать некоторую фиксированную долю всех облигаций через регулярные интервалы времени. Когда эта характеристика активируется, инвесторы получают свои деньги назад гораздо раньше, чем указывает дата погашения на титуле облигации, и, таким образом, инвесторам придется искать новый инструмент для вложения своих наличных средств, причем это может случиться в то время, когда процентные ставки намного ниже той, которую они могли бы заработать при держании облигации. Держатель облигации может быть также поставлен последним среди всех кредиторов на получение денег в случае ликвидации (это называется субординированной необеспеченной облигацией), что позволяет компании использовать свои активы в качестве обеспечения для других видов долга; однако, это вынудит ее платить инвесторам более высокую процентную ставку для того, чтобы компенсировать предположительно более высокую степень риска. Типичное облигационное предложение будет содержать смесь этих характеристик, которые влияют на инвесторов как положительно, так и отрицательно, в зависимости от ожидаемой степени трудности в привлечении инвесторов, ожидаемых будущих денежных потоков и потребности в резервировании активов в качестве обеспечения для других видов долга.

Облигации весьма рекомендуются тем организациям, которые являются достаточно крупными, чтобы привлечь группу инвесторов, готовых купить их, поскольку облигации можно структурировать так, чтобы они в точности соответствовали финансовым нуждам компании. Облигации также выпускаются непосредственно для инвесторов, чтобы исключить вмешательство финансовых посредников, таких как банки, которым нужно платить гонорары за организацию и размещение. Кроме того, в периоды низких процентных ставок компания может выпускать долгосрочные облигации, фиксируя тем самым умеренные финансовые издержки на более длительный срок, чем это обычно возможно при использовании других форм финансирования. Поэтому облигации могут быть одной из самых низкокзатратных форм финансирования.

### *Мост (bridge)*

Это промежуточный краткосрочный заем, который предоставлен кредитной организацией с учетом того, что компания вскоре получит более долгосрочное финансирование, которое погасит промежуточный кредит. Этот вариант широко используется, когда компания стремится заменить кредит на строительство долгосрочными нотами, которые она намерена постепенно погашать в течение многих лет. Этот вид займа, как правило, обеспечивается производственными зданиями или оборудованием, чтобы получить умеренную процентную ставку.

### *Государственные органы экономического развития*

Различные агентства правительств штатов имеют право гарантировать банковские кредиты организациям, которым нужны средства в географических областях, где, как считается, могут быть реализованы цели социального развития. Например, проекты, которые приведут к повышению занятости или трудоустройству местного населения в специфических областях, могут служить основанием для обращения за кредитом такого типа. Он обычно предоставляется для финансирования текущих потребностей компании в оборотных средствах. Учитывая эти ограничения, заем такого типа может быть получен только в особых ситуациях.

### *Долгосрочные*

Существует несколько форм долгосрочного долга. Одна из них — это долгосрочный заем, предоставленный кредитной организацией. Эти займы, как правило, выдаются небольшим компаниям, не имеющим возможности эмитировать облигации или коммерческие бумаги. Чтобы сократить риск, заимодавец обычно требует от компании предоставления ему приоритета над всеми другими кредиторами в случае ликвидации. Это стандартное требование, поскольку заимодавец подвержен гораздо большему риску дефолта в течение многолетнего срока займа, когда условия бизнеса могут значительно

измениться. Если нет возможности дать заимодавцу старшинство над залогом, тогда компания должна быть готова платить намного более высокую процентную ставку в обмен на подчиненную позицию заимодавца по сравнению с другими кредиторами. Если заимодавец хочет к тому же защитить себя от изменений долгосрочных процентных ставок, он может попытаться установить для компании переменную процентную ставку. Однако если заимодавец просто создает заем и затем продает его третьей стороне, он может быть меньше обеспокоен будущими изменениями процентной ставки.

Долгосрочный заем почти всегда предполагает использование фиксированных платежей в соответствии с установленным графиком, который будет предусматривать либо постепенную выплату основного долга, либо постепенную выплату процентов и погашение подавляющей части основного долга одним платежом по окончании срока займа. В последнем случае, компания может не иметь намерения погасить основной долг, а вместо этого будет перекладывать его в новый заем и обслуживать вновь. Если это так, то финансовый директор может проанализировать тенденцию процентных ставок и предпочесть переложить долг в новый заемный инструмент в более раннюю дату, чем запланированная дата погашения займа, когда процентные ставки находятся на низком уровне. В целом, долгосрочный долг является весьма желанной формой финансирования, поскольку компания может зафиксировать выгодную процентную ставку на длительное время, что освобождает ее от необходимости периодически обращаться за более краткосрочными кредитами в течение всех этих лет, когда экономические условия могут привести к менее благоприятным условиям предоставления долга.

### *Администрация малого бизнеса*

Администрация малого бизнеса (Small Business Administration, SBA) обеспечивает гарантии по небольшим кредитам малому бизнесу. Благодаря поддерживаемой гарантии, эти кредиты, как правило, имеют небольшие процентные ставки. Однако кредиты выдаются местными кредитными организациями, которые должны все же придерживаться своих стандартных процедур одобрения, поэтому не так просто получить кредит SBA, если компания находится в сложном финансовом положении. Как правило, SBA предоставляет гарантии по кредитам в экономически застойных районах или районах с высокой безработицей. По этим причинам, кредиты SBA будут доступны лишь в немногочисленных случаях и в объемах, которых будет недостаточно, чтобы покрыть многие потребности бизнеса.

### *Краткосрочные*

Наиболее распространенным типом хозяйственных займов, предоставляемых банками, является краткосрочный кредит. Предполагается, что он будет погашен в течение одного года. Короткий период времени сокращает риск для

банка, который может обоснованно считать, что финансовое положение компании не ухудшится в течение этого непродолжительного отрезка времени настолько, что она не сможет выплатить заем, причем банк будет также защищен от долгосрочных изменений процентной ставки.

Краткосрочный кредит предназначен для покрытия сезонных нужд бизнеса, поэтому деньги используются для финансирования прироста запасов и дебиторской задолженности в период основных продаж и возвращаются банку сразу после того, как уровень продаж падает и дебиторская задолженность получена. Он может использоваться и для краткосрочных проектов, например, для финансирования производства продукции для клиентского проекта, которое будет погашено сразу после оплаты клиентом выполненной работы. По этим причинам, срок погашения кредита должен устанавливаться на период сразу после завершения связанной производственной деятельности.

*Коммерческие бумаги* (commercial paper) — это долг, который эмитирован непосредственно компанией, обычно номиналом 25 000 долл. Как правило, он является необеспеченным и может продаваться на публичном рынке, поскольку он не зарегистрирован на конкретного покупателя. Процентные ставки обычно на уровне или чуть ниже ставки первоклассных заемщиков. Коммерческие бумаги — это не вариант для небольших компаний, поскольку стоимость их размещения, а также уровень ее покупателей на публичных рынках, ограничивают их использование рамками только крупнейших организаций.

В некоторых случаях компания может привлечь подобный кредит, когда на самом деле ей нужен долгосрочный заем, но она чувствует, что сможет получить более низкую процентную ставку по долгосрочному займу, если подождет, пока процентные ставки снизятся. Однако эта стратегия может обернуться против компании, если процентные ставки имеют тенденцию к росту, поскольку компания будет сталкиваться с риском значительного изменения процентной ставки всякий раз, когда она погашает краткосрочный долговой инструмент и перекладывает средства в новый краткосрочный кредит.

## **ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИИ**

Привилегированные акции несут в себе элементы как капитала, так и долга, поскольку по ним обычно выплачивается процент на сумму оплаченного финансирования. Однако по решению совета директоров процент может быть отложен и переведен на кумулятивную основу, стоимость акций не возвращается, и они могут конвертироваться в обыкновенные акции. Кроме того, в налоговом законодательстве считается дивидендом процент по привилегированным акциям, и он не вычитается из налогооблагаемой базы. В результате, стоимость привилегированных акций обычно выше, чем других форм долга, и, если акции конвертируемые, акционеры могут обнаружить, что их

собственность разводнена держателями привилегированных акций, конвертировавшими свои бумаги в обыкновенные акции.

Привилегированные акции являются хорошим решением для организаций, ищущих долгосрочный источник финансирования без требования производить фиксированные процентные выплаты в *конкретные* даты (поскольку дивиденды по привилегированным акциям могут быть отложены). Они также полезны для компаний, принуждаемых их кредитными организациями улучшить соотношение между долгом и собственным капиталом, но которые не хотят уменьшать долю собственности существующих владельцев обыкновенных акций посредством вливания нового капитала (только как вариант, при котором привилегированные акции не конвертируются в обыкновенные акции).

Привилегированные акции становятся все более распространенной формой оплаты корпоративных слияний после устранения бухгалтерского принципа объединения долей участия. Этот принцип требовал, чтобы слияния оплачивались исключительно обыкновенными акциями. С кончиной этого подхода к слияниям, облигационный компонент привилегированных акций делает их излюбленным инструментом для компаний-целей. Они особенно привлекательны для создания безналогового статуса слияний, поскольку компания-цель будет сохранять «долгосрочное участие» («continuity of interest») в компании-покупателе. Однако Налоговая служба может не разрешить безналоговый статус, если привилегированные акции могут быть погашены в краткосрочной перспективе, поскольку это сокращает «капитальные характеристики» акций.

## **ПРОДАЖА С ПОСЛЕДУЮЩЕЙ АРЕНДОЙ**

По этому соглашению, компания продает один из своих активов кредитору и затем сразу берет его обратно в аренду на срок с гарантированной минимальной продолжительностью. За счет этого компания получает деньги от продажи актива, которые она может более прибыльно использовать для других целей, в то время как лизинговая компания, организовавшая сделку, получает гарантированного арендатора на период времени, который позволит ей получить прибыль от финансовой сделки. Продажа с последующей арендой чаще всего используется для продажи здания компании, но может касаться и других крупных активов, например, производственного оборудования.

Продажа с последующей арендой полезна для компаний в любом финансовом состоянии, поскольку здоровая в финансовом отношении компания может использовать полученные деньги для обратного выкупа акций с целью повышения котировок, а проблемная организация может использовать деньги для финансирования производства. Дополнительное преимущество состоит в том, что эта сделка не обременяет долгом балансовый отчет компании;

более того, она возвращает деньги *на* баланс, что позволяет компании привлекать дополнительный долг. Она особенно полезна, когда рыночные условия делают другие формы финансирования слишком дорогими. Ясно, что это вариант только для тех организаций, которые располагают значительными активами, пригодными для продажи.

## ВЫВОДЫ

Предыдущее обсуждение показывает, что существует богатый выбор методов, которые можно использовать для решения проблемы привлечения финансовых средств. Для удобства читателя разнообразные виды долгового финансирования сведены в табл. 14.1.

Таблица 14.1. **Обобщение видов долгового финансирования**

Вид долгового финансирования	Характеристики	Стоимость
Задержка оплаты кредиторской задолженности	Краткосрочное финансирование, полученное в результате поздней оплаты поставщиков	Нет прямых затрат, но влияет на отношения с поставщиками
Ускорение взыскания дебиторской задолженности	Краткосрочное финансирование, полученное в результате более активного взыскания и ужесточения кредитной политики	Отсутствие прямых затрат и один из самых простых источников доступных денежных средств
Кредитные карты	Краткосрочное финансирование, когда имеются небольшие остатки в расчете на одну карту	Очень дорогое и может требовать личных гарантий
Договоренность со служащими	Краткосрочное финансирование, основанное на обмене части зарплаты служащих на акции или участие в прибыли	Нет непосредственных затрат, но можно потерять служащих и разроднить акции инвесторов
Факторинг	Краткосрочное финансирование, основанное на дебиторской задолженности	Дорогое, но резко ускоряет денежный поток
Складское финансирование	Краткосрочное финансирование, основанное на запасах	Стоит несколько выше ставки первоклассных заемщиков и может потребовать детального отслеживания запасов
Планирование минимальной цены	Краткосрочное финансирование, основанное на запасах розничной торговли	Стоит несколько выше ставки первоклассных заемщиков и может потребовать детального отслеживания запасов
Сокращение запасов	Краткосрочное финансирование, основанное на устранении запасов	Нет кредитных расходов, но требует более совершенных систем планирования и мониторинга запасов
Аренда	Среднесрочное финансирование, поддерживающее покупку конкретных активов	Затраты могут быть скрытыми в лизинговом договоре

Вид долгового финансирования	Характеристики	Стоимость
Кредитная линия	Краткосрочное возобновляемое финансирование, обеспечиваемое разнообразными активами	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но банк может отказать в дополнительном финансировании, и она должна быть выплачена в короткие сроки
Заем, под активы	Долгосрочное финансирование с залогом активов	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но может потребовать частых отчетов о состоянии залога
Заем, облигационный	Долгосрочное финансирование, основанное на облигациях, эмитированных компанией	Стоимость варьируется в зависимости от состояния рынка и условий облигационного выпуска
Заем, мост	Краткосрочное финансирование, используемое для сохранения долговой позиции до нахождения долгосрочного финансирования	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но обеспечивается имуществом
Заем, государственных органов экономического развития	Краткосрочное финансирование, поддерживаемое государством в особых ситуациях, отвечающих целям социального развития	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков
Заем, долгосрочный	Долгосрочное финансирование, предоставленное работодателем	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но требует статуса старшего долга и может предполагать «баллонное» погашение
Заем, администрации малого бизнеса (SBA)	Долгосрочное финансирование от работодателя с гарантией SBA	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но крупные суммы обычно не выдаются
Заем, краткосрочный	Краткосрочное финансирование, основанное на сезонных потребностях в деньгах	Стоимость близка к ставке первоклассных заемщиков, но может требовать обеспечения
Привилегированные акции	Долгосрочное финансирование от продажи долей в капитале, приносящих дивиденд	Стоимость выше, поскольку выплачиваемые дивиденды не вычитаются из налогооблагаемой базы, но улучшает соотношение между долгом и собственным капиталом
Продажа с последующей арендой	Долгосрочное финансирование от продажи здания или крупного актива и обратной аренды его на длительный срок	Низкая стоимость, но требует обязательства по долгосрочной аренде

Самые лучшие виды долгового финансирования предполагают сокращение потребностей компании в оборотных средствах путем совершенствования методов внутреннего управления и оптимизации технологических процессов, в результате чего сокращается или устраняется нужда в каком-либо финансировании. При максимальном использовании такого подхода компания, которая надежно прогнозирует свои потребности в денежной наличности и на этой основе заблаговременно разрабатывает планы привлечения финансирования в необходимых объемах, будет находиться в гораздо лучшем положении для получения недорогих финансовых ресурсов, чем те организации, которые должны драться за финансирование в последнюю минуту.

## **ПРИВЛЕЧЕНИЕ КАПИТАЛА (РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ)**

Ключевой *функцией* финансового директора является привлечение капитала. Эта глава посвящена главным образом меморандуму о предложении акций, который является важнейшим документом, на основании которого инвесторы определяют, стоит ли вкладывать деньги в компанию. Этот меморандум предназначен для частного размещения акций; о публичном размещении см. главу 16 «Первоначальное публичное предложение».

Помимо меморандума предложения, эта глава описывает также выбор метода оценки акций для этого меморандума, а также альтернативы финансирования, например, обмен акций на затраты или деньги, выпуск варрантов на акции или использование схемы «Долгосрочные капитальные решения для преодоления кризисов» (Committed Long-Term Capital Solutions, CLOCS), которая является формой страхования, способной обеспечить увеличение доли собственных средств. Наконец, мы рассматриваем важнейшие элементы выкупа акций в случае, если компания оказывается в обратной ситуации, имея больше наличных денег, чем ей требуется, или желая повысить показатель прибыли на акцию за счет сокращения количества акций в обращении.

В первом параграфе мы кратко остановимся на основных характеристиках обыкновенных и привилегированных акций, имеющих отношение к дальнейшему изложению.

### **ВИДЫ АКЦИЙ**

Владельцы *обыкновенных акций* являются подлинными собственниками корпорации. Благодаря акционерной собственности они имеют право на участие в дивидендах, голосование по различным вопросам, представленным на их рассмотрение советом директоров, избрание членов совета и получение доли любых средств, оставшихся в результате ликвидации корпорации. Если компания ликвидируется, они не получают какой-либо доли от вырученных средств, пока не удовлетворены все претензии кредиторов, а также



требования держателей всех других классов акций. Может существовать несколько классов обыкновенных акций, которые обычно наделены разными голосующими правами; наличие различных типов обыкновенных акций, как правило, указывает на то, что некоторые акционеры пытаются установить некоторую степень преимущественного контроля над компанией через акции своего класса.

Большинство видов акций имеет номинальную стоимость, которая представляет собой минимальную цену, ниже которой акции не могут быть проданы. Первоначально, номинальная стоимость использовалась для того, чтобы в компанию была внесена определенная сумма средств, которые не могли изыматься из нее вплоть до прекращения ее деятельности как юридического лица. В реальности, большинство обыкновенных акций имеют в настоящее время столь низкий номинал (обычно где-то от цента до доллара), что это первоначальное намерение уже не работает.

*Привилегированные акции* имеют множество разновидностей, но, по сути, это акции, предлагающие различные стимулы, чтобы убедить инвесторов купить их, например, гарантированная выплата дивидендов и старшинство перед обыкновенными акциями при распределении ликвидационной суммы. Дивиденды могут быть также спланированы таким образом, чтобы их величина поднялась на более высокий уровень к некоторой дате в будущем, и такие акции называются *привилегированными акциями с повышающейся ставкой*. Это дорогая форма финансирования для компании, поскольку выплачиваемые инвесторам дивиденды не вычитаются из налогооблагаемой базы, как процентные расходы.

Дивиденды, предусмотренные в соглашении о выпуске привилегированных акций, могут выплачиваться только после одобрения советом директоров (как и дивиденды по обыкновенным акциям) и, таким образом, могут быть отменены. Если привилегированные акции имеют кумулятивную оговорку, тогда любые дивиденды, которые не были выплачены владельцам привилегированных акций в предыдущие годы, должны быть выплачены до выплаты дивидендов по любым другим типам акций. Кроме того, некоторые привилегированные акции дают их владельцам голосующие права в случае пропуска одной или более дивидендных выплат.

Поскольку эти акции столь дороги, многие компании выпускают их с оговоркой о праве отзыва, указывающей цену, по которой компания будет выкупать эти акции. Цена отзыва должна быть достаточно высокой, чтобы обеспечивать инвесторам приемлемую прибыль относительно цены приобретения, в противном случае никто не будет вкладывать деньги в эти акции. Привилегированные акции могут также конвертироваться акционером в обыкновенные акции в заранее установленной пропорции, если соглашение о привилегированных акциях указывает, что такой опцион имеется.

## ЧАСТНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ АКЦИЙ

Компания может обнаружить, что имеет слишком высокое соотношение между долгом и собственным капиталом, или что нет возможности привлечь дополнительный долг. В итоге финансовый директор вынужден отправляться на поиски капитала. Частная компания осуществляет это путем частного предложения акций, когда акции продаются ограниченному числу частных лиц или компаний. Руководство компании может продать акции на неформальной основе друзьям и членам семей, но в лучшем случае это ограниченный источник капитала. Когда требуется больше капитала, финансовый директор должен искать его за пределами этого круга знакомых.

Официальное частное размещение акций может потребовать услуг инвестиционного банка, чьи связи значительно более обширны, чем у финансового директора. Солидный инвестиционный банк может потребовать глубокого изучения компании, чтобы убедиться в том, что это приемлемый объект инвестиций для потенциальных инвесторов. Затем банк будет совместно с финансовым директором работать над меморандумом предложения, который описывает виды и условия предлагаемых акций, их цену, компанию и как она планирует использовать полученные средства. Меморандум предложения детально описан в следующем параграфе. Затем меморандум предложения будет послан группе потенциальных инвесторов, после чего проводится инвестиционная встреча, на которой генеральный директор и финансовый директор делают презентации для инвесторов. Если все идет хорошо, то инвестиционный банк проводит исполнение сделки, когда инвесторы платят компании за предложенные акции.

Звучит просто? Но это не так. Трудно найти подходящий инвестиционный банк, который будет хорошо работать с компанией. Столь же трудно написать меморандум предложения (в основном, это бремя финансового директора), а презентации требуют долгой подготовительной работы и репетиций. И не забывайте о гонораре инвестиционного банка. Он может значительно варьироваться, но ожидайте какого-то варианта «формулы Леман (Бразерс)», т. е. 5% от первого привлеченного миллиона долларов, 4% от второго миллиона, 3% от третьего миллиона, 2% от четвертого миллиона и 1% от всех средств сверх этой суммы. Например, если инвестиционный банк привлекает для компании 5 млн долл., то его гонорар составит 150 000 долл. Кроме того, банк может запросить большое количество warrants на покупку акций компании, чтобы иметь возможность извлечь выгоду из возможного роста стоимости компании в будущем.

## СХЕМА MEMORANDUMA ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Меморандум предложения — это важнейший документ, который является основой любых успешных усилий по привлечению собственного капитала, поскольку он содержит всю информацию, необходимую инвестору для при-

нятия решения об инвестировании. За свою карьеру финансовому директору, вероятно, придется несколько раз создавать подобный документ, и поэтому он должен иметь представление о его содержании и общей структуре, которые детально рассматриваются в данном параграфе. Десять главных компонентов меморандума не обязательно должны раскрываться точно в такой же порядке или даже форме, как здесь, но должны быть представлены в документе, чтобы инвесторы получили ясное представление о компании, ее планах в отношении использования их денег и общих рисках, которым будут подвержены их средства. Общий план меморандума предложения должен начинаться с контактной информации и краткого изложения, являющихся единственными разделами, которые читают многие инвесторы; если общая концепция их не заинтересовывает, они не идут дальше резюме. Следующий раздел рассказывает о предлагаемом размещении и правах, предоставляемых инвесторам. Если инвестор заинтересован в этих условиях, он или она захочет больше прочесть о компании, описание которой содержится в остальных частях меморандума. Формат меморандума с отдельными текстовыми прилогами представлен ниже:

1. *Контактная информация.* Если привлекается инвестиционный банк, то контактная информация должна ограничиваться его персоналом. Если нет, то обычными контактными лицами, указанными в этом разделе, являются генеральный директор и финансовый директор.
2. *Краткое содержание (executive summary).* Многие инвесторы не имеют времени на изучение громоздкого проспекта, чтобы определить общий уровень заинтересованности во вложении денег. Вместо этого им нужно краткое обобщение предложения, на основе которого они могут решить, требуется ли более глубокое изучение. Резюме должно включать следующие элементы:
  - a. *Предлагаемая сделка.* Показывает необходимую сумму денег и запрашиваемый объем участия индивидуальных инвесторов.
  - b. *Использование средств.* Указывает основные цели, на которые будут направлены средства, включая долю каждой статьи расходов.
  - c. *Выход.* Описывает возможные стратегии выхода, которые компания может использовать по поручению своих инвесторов. Любое упоминание времени должно быть крайне широким, чтобы инвесторы не могли выдвигать претензий в отношении конкретной даты.
  - d. *Компания.* Кратко описывает основные виды деятельности компании и предлагаемые ею товары или услуги. Уместно включить таблицу, показывающую объем реализации и прибыль за несколько последних лет.
  - e. *Покупатели.* Указывает общее число покупателей, распределение продаж между ними и названия некоторых наиболее известных из них.

f. *Команда менеджеров.* В общих чертах описывает уровень компетенции управляющих, например, «команда менеджеров имеет 128 лет общего стажа работы в этой отрасли». Не углубляется в индивидуальные резюме, которые представлены далее в меморандуме.

3. *Описание предложения.* Этот раздел содержит основные условия предложения акций, включая минимальное и максимальное количество акций, которое компания хочет продать, цену акции и права инвесторов, которые обычно включают следующее:

a. *Информационные права.* Эти права обеспечивают получение инвесторами финансовой информации с соответствующими разъяснениями, что обычно включает аудированные годовые отчеты, а также неаудированные квартальные отчеты. Примерный текст следующий:

Инвесторы будут иметь право получать, не позднее 90 дней после окончания финансового года, аудированные годовые финансовые отчеты, сопровождаемые общим описанием компании в соответствующий период. Инвесторы также будут иметь право получать, не позднее 45 дней после окончания квартала, неаудированные квартальные финансовые отчеты, сопровождаемые описанием важнейших событий, имевших место в соответствующий период.

b. *Регистрационные права.* Обычной практикой является включение компанией акций инвесторов в любое будущее публичное предложение акций за счет компании. Это позволяет акциям инвесторов «въехать на спине» («piggyback») компании в иницилируемое ею размещение. Примерный текст следующий:

В случае если компания, согласно Закону о ценных бумагах, предлагает зарегистрировать какие-либо из ее капитальных ценных бумаг для продажи посредством подписного публичного предложения до пятой годовщины Окончательной Даты Исполнения, компания будет обязана разрешить включение, по просьбе владельца, любых обыкновенных акций в ценные бумаги, которые будут регистрироваться в таком подписном публичном размещении; при условии, что компания не будет обязана включать какие-либо акции владельца в такое подписное публичное размещение, если эти владельцы не принимают условия, согласованные между компанией и выбранными ею андеррайтерами, и будет включать их только в таком количестве, которое не будет, по заключению андеррайтеров, подрывать успех предложения компании. Компания будет нести расходы по регистрации акций владельцев, за исключением любых скидок и комиссионных за андеррайтинг.

c. *Права требования.* Права требования аналогичны только что описанному праву «въехать на спине» компании, за исключением того, что инвесторы могут требовать от компании отдельной публичной

регистрации их акций, которые они после этого будут иметь право продать публике. Примерный текст следующий:

В случае если компания проводит подписное публичное размещение ее капитальных ценных бумаг до пятой годовщины Окончательной Даты Исполнения, владельцы большинства обыкновенных акций могут, по письменному запросу, однократно потребовать, чтобы компания подала регистрационное заявление, предусмотренное Законом о ценных бумагах, и приложила усилия к тому, чтобы это регистрационное заявление стало действующим по отношению к указанным обыкновенным акциям и все владельцы обыкновенных акций должны получить право пропорционального участия в такой регистрации. Компания будет нести расходы по регистрации обыкновенных акций владельцев, за исключением любых скидок и комиссионных за андеррайтинг, и будет оплачивать обоснованные гонорары и расходы юридического консультанта владельцев акций.

- d. *Конверсионные права.* Владелец привилегированных акций, возможно, захочет иметь право конвертировать их в обыкновенные акции, что может обеспечить более высокую доходность инвестиции. Типичный текст следующий:

Каждая привилегированная акция будет в любое время конвертируемой, по выбору держателя, в одну обыкновенную акцию (с поправкой на дробление или консолидацию акций, и другие аналогичные события)

- e. *Дивиденды.* Руководство компании может чувствовать, что лучшую цену за акции можно получить в том случае, если пообещать выплату дивидендов при продаже инвесторам привилегированных акций. Однако чаще менеджмент не предполагает делать этого (поскольку это создает обязательство), поэтому лучший подход – это ясно заявить, что выплаты дивидендов не планируются. Типичный текст следующий:

Объявленных дивидендов не имеется. Дивиденды выплачиваются, когда, поскольку и если дивиденды объявлены и подлежат выплате на обыкновенные акции из средств, имеющихся законно и в сумме, равной сумме, на получение которой имели бы право держатели привилегированных акций, если бы они конвертировали свои привилегированные акции в обыкновенные акции и были держателями обыкновенных акций в дату закрытия реестра для таких дивидендов на обыкновенные акции.

- f. *Голосующие права.* Если выпускаются привилегированные акции, то их голосующие права могут отличаться от тех, которые предоставлены владельцам обыкновенных акций, и поэтому их следует перечислить в меморандуме предложения. Эти права могут включать окончательное одобрение выпуска любого другого класса акций, привлечения дополнительного долга, продажи бизнеса или крупных активов, либо любых иных действий, которые могут

уменьшить стоимость инвестиции акционеров или повысить уровень финансового риска компании. Типичный текст следующий: Любая предлагаемая продажа компании или продажа по существу всех ее активов должна требовать одобрения владельцев, по крайней мере, двух третей привилегированных акций, выпущенных на тот момент.

- g. *Привилегия при ликвидации.* Владелец привилегированных акций может иметь право на фиксированную выплату в случае ликвидации компании, что может явиться значительным стимулом к покупке акций, если ожидается, что бизнес будет продан в ближайшее время. Менее часто владельцам привилегированных акций могут предложить привилегию при ликвидации со шкалой оплаты, которая понижается в соответствии с общей ценой продажи компании. Типичный текст следующий:

В случае ликвидации, расформирования или закрытия компании, все владельцы привилегированных акций будут иметь право на получение доли в ликвидационной стоимости, равной \_\_\_\_\_ долларов на одну акцию, и получают преимущество перед обыкновенными акциями. После выплаты этой доли в ликвидационной стоимости владельцы привилегированных акций не будут иметь права на какие-либо дальнейшие выплаты от компании.

- h. *Преимущественные права покупки.* Акционеры, возможно, захотят избежать разводнения их долей собственности, и в таком случае в соглашении об акциях могут быть записаны преимущественные права покупки. Эти права предоставляют существующим акционерам возможность покупки достаточного количества акций в будущих выпусках акций, чтобы обеспечить сохранение их доли собственности в компании. Типичный текст следующий:

В случае если компания предлагает продать, либо предоставить права или опционы на покупку любых акций любого класса или любых ценных бумаг, конвертируемых в или несущих права или опционы на покупку любых акций любого класса (вместе «Другие Ценные Бумаги»), каждый владелец привилегированных акций будет иметь преимущественное право покупки такого количества таких Других Ценных Бумаг, которое позволит владельцу сохранить имеющуюся у него на тот момент капитальную долю собственности в компании на полностью разводненной основе, причем по цене, не менее благоприятной, чем та, по которой компания намерена предложить такие Другие Ценные Бумаги.

4. *Описание компании.* Это описание призвано дать инвестору общее представление об истории, деятельности и рыночных позициях компании. Это должно быть не длинное эссе, а скорее лаконичный обзор. Например:

Компания была создана в 2002 г., и в первый год объем реализации составил 5 млн долл., который вырос с тех пор до 25 млн долл., причем все продажи

приходится на рынок моторизованной садовой техники. В настоящее время компания имеет 40 крупных дистрибьюторов в США, а также 12 розничных магазинов в Калифорнии, Орегоне и Вашингтоне. Ее продукция разрабатывается и производится на единственном заводе в Солт-Лейк-Сити. Компания придерживается строгой концентрации на развитии ниши садовых изделий высшего качества для профессиональных садоводов и квалифицированных садоводов-любителей.

5. *Факторы риска.* Это исключительно важная часть меморандума предложения. Инвесторы должны быть проинформированы о широком диапазоне потенциальных рисков, которые могут влиять на успешное использование компанией их денег для достижения целей, указанных в этом меморандуме. Лучше всего включать все возможные риски, избегая повода для будущих судебных исков на том основании, что инвесторы не были полностью проинформированы. Полный список потенциальных рисков должно предварять следующее общее заявление, напечатанное заглавными буквами:

ЛЮБАЯ ИНВЕСТИЦИЯ В КОМПАНИЮ ПРЕДПОЛАГАЕТ ВЫСОКУЮ СТЕПЕНЬ РИСКА И ТОЛЬКО ЛИЦАМ, КОТОРЫЕ В СОСТОЯНИИ ПОЗВОЛИТЬ СЕБЕ ПОЛНУЮ ПОТЕРЮ СВОИХ ИНВЕСТИЦИЙ, СЛЕДУЕТ РАССМАТРИВАТЬ ОСУЩЕСТВЛЕНИЕ ТАКОЙ ИНВЕСТИЦИИ. НЕ МОЖЕТ БЫТЬ ГАРАНТИЙ, ЧТО БИЗНЕС-ПЛАН, ПРЕДСТАВЛЕННЫЙ ЗДЕСЬ, БУДЕТ КОММЕРЧЕСКИ ЖИЗНЕСПОСОБНЫМ. КРОМЕ ТОГО, ФАКТИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ МОГУТ ПОТРЕБОВАТЬ ЗНАЧИТЕЛЬНЫХ ИЗМЕНЕНИЙ ВСЕГО ИЛИ ЧАСТИ ЭТОГО ПЛАНА. ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ ДОЛЖНЫ ПОЛНОСТЬЮ УЧИТЫВАТЬ, СРЕДИ ПРОЧИХ ФАКТОРОВ, СЛЕДУЮЩИЕ:

Примером рисков с прилагаемым примерным текстом является:

- a. *Отсутствие дивидендов.* «Компания не ожидает объявления или выплаты каких-либо денежных дивидендов в обозримом будущем».
- b. *Риск конкуренции.* «Компания будет конкурировать с другими игроками на избранных ею рынках. Нет гарантии, что Компания сможет продолжать успешно конкурировать за бизнес, или что товары и услуги Компании будут продаваться с прибылью. Многие потенциальные конкуренты имеют значительно больше финансовых ресурсов и существенно больше опыта в маркетинге продукции».
- c. *Зависимость от ключевых работников.* «Успех Компании в большой степени зависит от знаний, личных усилий и способностей (имена), потеря услуг которых может иметь существенное неблагоприятное влияние на Компанию».
- d. *Разводнение.* «Для достижения целей, установленных в Финансовом Плане, Компании в настоящее время не требуется привлечения

дополнительного капитала или средств от продажи ценных бумаг или конвертируемых долговых инструментов. Если Компания не сумеет достичь установленного уровня продаж, необходимых для достижения желаемых результатов в пределах установленного времени, тогда Компания может попытаться привлечь дополнительные порции частного капитала или конвертируемого долга. Кроме того, Компания может счесть целесообразным привлечение дополнительного капитала для поддержки более быстрого роста продаж, разработки новой продукции или других потребностей бизнеса. В любом случае, если Компания выпустит дополнительные капитальные ценные бумаги или конвертируемый долг (и такие ценные бумаги будут в последующем конвертированы), то инвесторы, которые инвестируют в выпуск, описываемый в настоящем документе, столкнутся с разводнением акций, причем это разводнение может быть существенным».

- e. *Риски правительственных заказов.* «Приблизительно \_\_\_\_\_ % общей выручки компании поступает, прямо или косвенно, от правительственных контрактов. Согласно их условиям, эти контракты в принципе могут быть аннулированы в любое время и без объяснения причин по решению правительства. Кроме того, все правительственные контракты требуют соблюдения их положений и регулирующего законодательства в отношении поставок. Принятие нового или видоизмененного законодательства о регулировании поставок может неблагоприятно отразиться на Компании или повысить затраты на выполнение правительственных заказов. Любое нарушение (намеренное или нет) этих регулирующих положений может привести к прекращению таких правительственных контрактов, наложению штрафов и/или лишению права на получение дополнительных правительственных контрактов».
- f. *Управление ростом.* «Компания предвидит период значительного роста доходов, что приведет к новому, более высокому уровню ответственности управленческого персонала, и создаст значительную нагрузку для руководства Компании, ее производственной и финансовой систем и ресурсов. Будущий успех Компании в значительной степени будет зависеть от способности ее нынешнего и будущего управленческого персонала работать эффективно, как каждого в отдельности, так и всех вместе. Не может быть гарантий, что персонал, системы, процедуры и меры контроля Компании будут достаточными для того, чтобы обеспечивать будущие операции Компании».
- g. *Потребность в дополнительном финансировании.* «Компании может потребоваться дополнительное финансирование для поддержки предполагаемого уровня операций. Не может быть дано никаких



гарантий в отношении доступности дополнительного финансирования, или, в случае доступности, условий, на которых оно может быть получено. Весьма вероятно, что любое такое дополнительное финансирование приведет к разводнению капитальной инвестиции Инвестора в Компанию».

- h. *Отсутствие публичного рынка для акций.* «Не существует публичного рынка для обыкновенных или серии \_\_\_\_\_ привилегированных акций Компании, и никакой рынок не появится в результате этого предложения. Продажа \_\_\_\_\_ акций не регистрируется согласно Закону о ценных бумагах 1933 г. с поправками («Закон о ценных бумагах»), и возможно, что акции не удастся перепродать или передать каким-либо другим путем, если они не будут впоследствии зарегистрированы в соответствии с Законом о ценных бумагах и будут отвечать требованиям соответствующих законов штатов, либо если не будет предоставлено исключение в отношении регистрации и соответствия. Поэтому покупатели могут быть не в состоянии быстро продать свои инвестиции».
- i. *Товарная ответственность.* «До настоящего времени Компания не имела каких-либо претензий, связанных с выпускаемой продукцией. Однако продажа и поддержка Компанией своей продукции может повлечь риск таких претензий. Успешный иск по товарной ответственности, выдвинутый против Компании, мог бы иметь существенное негативное влияние на бизнес, производственные результаты и финансовое состояние Компании».
- j. *Риск нарушения прав.* «Компания не знает о случаях нарушения ею каких-либо прав собственности третьих сторон. Однако не может быть гарантировано, что третьи стороны не будут выдвигать претензии о нарушении Компанией их прав интеллектуальной собственности. Любые такие претензии, обоснованные или нет, могут потребовать много времени на защиту, привести к дорогостоящей судебной тяжбе, отвлечь внимание и ресурсы менеджеров, стать причиной задержек с отгрузками товаров или потребовать подписания Компанией соглашений о выплате роялти или лицензионных соглашений».
- k. *Технический прогресс.* «Компании принадлежит определенная интеллектуальная собственность. Однако происходит технический прогресс и не может быть гарантий, что этот прогресс не сделает продукцию Компании устаревшей».
- l. *Неопределенности в отношении нового бизнеса.* «Хотя Компания продала много своих товаров и услуг, не может быть гарантий, что товары и услуги Компании будут по-прежнему находить спрос

на рынке или будут способны продаваться по цене, которая дает Компании прибыль».

*т. Неопределенность будущих производственных результатов.* «Доходы не являются предсказуемыми со сколько-нибудь значительной степенью точности. Соответственно, Компания полагает, что сравнения ее производственных показателей от периода к периоду не обязательно будут давать значимые результаты, и на них не следует полагаться, как на указание относительно будущей деятельности. Хотя Компания в последнее время имела рост доходов, подобный рост не следует рассматривать как указание на будущий рост доходов, если таковой вообще будет, или как указание на будущие производственные результаты. Неспособность Компании, по любой причине, увеличить доходы имела бы существенное негативное влияние на бизнес, производственные результаты и финансовое состояние Компании».

6. *Использование полученных средств.* В общих чертах указываются цели, на которые руководство планирует направить выручку от предложения. Излишняя детализация может стать причиной юридических проблем в будущем, если инвесторы подадут иск с целью возврата их денег на том основании, что компания неправильно использовала средства. Важно также отметить виды инвестиций, в которые деньги будут вложены до целевого использования. Пример:

Основными целями данного предложения являются: получение дополнительных оборотных средств, создание коммерческого продукта на основе имеющейся технологии, выведение этого товара на рынок и содействие будущему выходу Компании на публичные рынки капитала. Компания предполагает использовать чистую выручку от данного предложения на оборотные средства и общекорпоративные цели. Часть чистой выручки от данного предложения может быть также использована для приобретения товаров, технологий или компаний, которые расширят или увеличат текущее предложение товаров или услуг Компании. В ожидании такого использования Компания намерена инвестировать чистую выручку от предложения в краткосрочные ценные бумаги инвестиционной категории с процентным доходом.

7. *Избранная финансовая информация.* Следует представить обобщенный отчет о прибылях и убытках и балансовый отчет, которые показывают работу компании на протяжении, по крайней мере, последних трех, а лучше, пяти лет. Уровень обобщения должен быть достаточным, чтобы сгруппировать все эти данные на одной странице.
8. *Описание бизнеса.* Цель этого раздела — дать инвесторам ясное представление о том, какие ключевые факторы успеха движут компанией. Он может включать различную степень отраслевого деления, вопросы цен или качества, а также анализ предлагаемых фирмой товаров или

услуг. Обсуждение должно охватывать все основные части бизнеса, включая рынок, на котором работает компания, сбыт, юридические вопросы, покупателей и инвестиции в исследования. Ниже представлены возможные темы, которые следует включить в этот раздел:

- a. Отраслевая принадлежность.* Описывается общая структура отрасли, в которой работает компания. Если она пересекает много межотраслевых границ, то опишите отрасли, имеющие главное значение для компании. Описание может включать оценку общей суммы реализации в отрасли, сегментацию рынка и ключевых игроков. Например:

Рынок земельной информации достигает примерно 500 млн долларов. Он состоит из нескольких тысяч топографических фирм, нескольких сотен фирм, занимающихся аэросъемкой, почти двух десятков фирм с земельными базами данных и двух крупных поставщиков программного обеспечения для географических информационных систем. Основная часть прибыли в отрасли идет двум фирмам программного обеспечения, чья продукция занимает монопольное положение. Фирмы с базами данных обычно небольшие, но иногда в результате регионального объединения образуются компании средних размеров, которых быстро покупают крупные нефтегазовые компании. Топографические и аэросъемочные фирмы имеют минимальные барьеры для начала деятельности, что приводит к низким ценам и минимальной норме прибыли.

- b. Продукция.* Меморандум должен описать каждый крупный товар или услугу компании в отдельном абзаце. Не обязательно показывать продажи в разбивке по товарам — скорее, цель в том, чтобы дать инвесторам представление об основных областях, в которых создаются продукты, а также об их возможностях. Например:

Система продажи арендных прав (Lease Sale System) обеспечивает значительно лучший подход к решению задач поиска и анализа информации о конкурентной продаже прав аренды нефтегазовых площадей. Она объединяет мощный инструмент поиска с правительственной информацией о продаже прав аренды нефтегазовых площадей, позволяя пользователю быстро находить интересующие его области, отслеживать тенденции конкурентов, определять благоприятные возможности и потенциальных партнеров, выявлять упущенные из виду пакеты для приобретения и анализировать затраты, связанные с приобретением перспективных пакетов. Этот продукт предназначен для профессионалов в вопросах земли, которые продают и покупают федеральные пакеты, регулярно посещают государственные аукционы по продаже прав аренды нефтегазовых площадей или уделяют время и силы поиску и изучению информации о продаже прав аренды нефтегазовых площадей.

- c. Покупатели.* Этот раздел должен обобщить типы и количество покупателей, а также указать крупнейших из них. Например:

В последние два года компания имела в общей сложности 240 покупателей, из которых 180 покупали услуги компании, по крайней мере, один раз в месяц.

Из общей суммы продаж 20% приходится на пять крупнейших клиентов, а 28% — на десять клиентов. Десять крупнейших покупателей компании следующие...

- d. *Анализ SWOT.* Это сокращение слов «силы, слабости, возможности и угрозы» (strengths, weaknesses, opportunities, and threats — SWOT), которые предвидит команда менеджеров. Каждая из этих статей должна быть по пунктам расписана в таблице. Сильные стороны следует показывать вместе с соответствующими преимуществами, чтобы инвесторы могли видеть, как можно капитализировать имеющиеся сильные стороны компании. Аналогичным образом, слабости показывают вместе с мерами по их преодолению, в то время как возможности увязывают со стратегиями их использования, а угрозы показывают вместе с защитными мероприятиями. Пример представлен в табл. 15.1.

Таблица 15.1. **Силы, слабости, возможности и угрозы**

<b>Сильные стороны</b> →	<b>Соответствующие преимущества</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Накопленный опыт</li> <li>• Товары и услуги компании предлагают уникальную и желанную ценность на целевых рынках.</li> <li>• Широкий потенциал применения на нескольких государственных и коммерческих рынках с суммарным потенциальным объемом продаж более _____ млн. долларов.</li> <li>• Нет прямых конкурентов на основных целевых рынках.</li> <li>• Сильная финансовая тенденция с многолетней историей устойчивого роста доходов.</li> <li>• Наличие опытной и знающей отрасль команды управляющих.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Конкурентное преимущество</li> <li>• Высокая рентабельность инвестиций для клиентов и, следовательно, высокая стабильность клиентской базы.</li> <li>• Великолепный потенциал кратко- и долгосрочного роста доходов.</li> <li>• Безконкурентный доступ на крупные и потенциально прибыльные рынки.</li> <li>• Продемонстрированные востребованность рынком и финансовые результаты компании.</li> <li>• Способность выявлять благоприятные возможности и умение поставлять качественную продукцию, приносящую прибыль.</li> </ul>
<b>Слабости</b> →	<b>Меры преодоления</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ограниченный размер рынка для существующей продукции на нынешних рынках.</li> <li>• Ограниченное число работников для обеспечения ускоренного роста.</li> <li>• Ограниченные ресурсы.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Повышение способности существующей продукции проникать на более широкие рынки посредством доступа через Интернет и добавления новых товаров, нацеленных на все сопряженные сегменты рынка.</li> <li>• Новое финансирование позволит нанять дополнительный персонал.</li> <li>• Стратегические маркетинговые программы.</li> </ul>

Возможности →	Стратегии использования
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Недавно установленное оборудование для электронной коммерции значительно расширяет рыночную доступность продукции компании: от крупных фирм до значительно большего количества средних компаний.</li> <li>• Увеличение персонала продаж создаст новые благоприятные возможности на существующих и сопряженных рынках.</li> <li>• Влияние нового контракта Управления общих услуг (General Services Administration, GSA) еще предстоит оценить в полной мере.</li> <li>• Недавно подписанное соглашение о совместных действиях с _____ обеспечивает доступ к миллионам долларов в новых деловых начинаниях.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Начать маркетинговые и PR–программы, нацеленные на средние компании и их соответствующие рынки.</li> <li>• Нанять опытный персонал продаж для продвижения на новых и существующих рынках.</li> <li>• Содействовать распространению информации о контракте GSA в федеральных органах власти.</li> <li>• Выделить менеджера по развитию бизнеса с этим партнером и выборочно реализовывать имеющиеся возможности.</li> </ul>
Угрозы →	Защитные мероприятия
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Потеря одного или более ключевых работников.</li> <li>• Другая компания может разработать и выпустить конкурирующий продукт.</li> <li>• Изменения в федеральном законодательстве, касающемся патентных заявок, могут неблагоприятно отразиться на продолжительности времени, в течение которого компания будет пользоваться патентной защитой в отношении своей продукции.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Компания приобрела полис страхования жизни в 1 млн долл. на каждого ключевого работника, страховое возмещение по которому выплачивается компании.</li> <li>• Выход на рынок первыми с высококачественным, эффективным и имеющим приемлемую цену продуктом создал сильный барьер для входа конкурентов, что должно позволить компании успешно защищать свои рынки.</li> <li>• Компания планирует нанять дополнительных юристов, чтобы более энергично осуществлять патентную защиту в течение более короткого периода, когда он будет установлен.</li> </ul>

*е. Продажи и маркетинг.* Этот раздел должен показывать основную структуру продаж и маркетинга, включая использование различных сбытовых каналов и географическое распределение продаж. Например:

Компания имеет многочисленные каналы сбыта, включая агентов по прямым продажам, совместный маркетинг с производителями программного обеспечения и оптовиков. Оплата сбытовиков в основном состоит из комиссионных, что удерживает постоянные затраты компании на низком уровне. Продажи осуществляются в западной части США, причем в настоящее время планируется распространить их и на северную часть Среднего Запада.

*f. Соглашения о совместных действиях.* Если значительная часть продаж компании является результатом ее соглашений о совместных действиях с другими компаниями, то их надо упомянуть. Если есть соглашения о совместных действиях, но они не дают существенных результатов, то этот раздел можно опустить.

*g. Распределение.* Если благодаря своей распределительной сети компания получила конкурентное преимущество, то это следует упомянуть. Например:

Компания имеет 1450 розничных точек по всему региону Северной Америки, что превосходит розничную сеть ближайшего конкурента в три раза. Это позволяет компании развозить свою новую продукцию по гораздо более обширной территории, чем это делает любой из ее конкурентов.

*h. Служащие.* Работники являются важнейшим фактором, как положительным, так и отрицательным, в любом бизнесе. Обязательно укажите любые проблемы со служащими, например, высокую текучесть или наличие профсоюза, а также факторы, которые инвесторы могут воспринимать как ключ к успеху, такие как высокая доля служащих с ученой степенью в исследовательском персонале. Например:

На фабрике компании в Мичигане имеется профсоюзная организация. Эта фабрика производит 45% мебелиной продукции компании, поэтому остановка или замедление ее работы оказали бы серьезное влияние на доходы компании. Затраты на рабочую силу на этой фабрике примерно на 15% выше, чем в других производственных отделениях компании.

*i. Интеллектуальная собственность.* Если компания имеет значительные инвестиции в исследования и разработки, то ей следует отметить масштабы этих усилий, либо процент выручки, направляемой на эти цели. Если имеются патенты, то их следует упомянуть в общих чертах. Наличие торговых марок и авторских прав, как правило, не заслуживает упоминания. Например:

В отрасли, где затраты на исследования и разработки обычно составляют 2% валовой выручки, вложение компанией 11% валовой выручки в эту деятельность демонстрирует ее приверженность созданию качественно новых продуктов. Эти значительные инвестиции обеспечивают работу проектной группы из двухсот ученых, которые в последние три года получили 140 патентов.

*j. Конкуренция.* Этот раздел внимательно читают многие инвесторы. Обязательно отметьте позиции компании в отрасли по сравнению с позициями ее главных конкурентов, упоминая долю рынка, когда такая информация имеется. Хотя это и умозрительно, но, может быть, полезно спрогнозировать возможные изменения

доли рынка в результате вероятных структурных перемен в отрасли. Например:

В отрасли, где работает компания, доминируют восемь крупнейших нефтегазовых компаний, базирующихся в штатах побережья Мексиканского залива и добывающих около 45% нефти и газа США. Это оставляет рыночную долю в 120 млрд долл., которая равномерно распределена между крупными независимыми бурильщиками и значительно более мелкими «семейными» операторами, которые обычно арендуют участки менее тысячи акров и имеют до десяти скважин. Последние улучшения в технологии нефтедобычи повышают вероятность того, что крупнейшие компании вновь придут на небольшие нефтяные месторождения, покинутые ими в прошлом, что может увеличить их совокупную рыночную долю до 55%.

- k. Вопросы регулирования.* Если имеется хоть малейшая вероятность того, что проблемы законодательного регулирования будут оказывать влияние на компанию, тогда их необходимо осветить в меморандуме. Эти вопросы можно также переместить в «рисковый» раздел документа. Например:

Принятый недавно Закон о чистом воздухе требует, чтобы коммунальные электростанции, работающие на угле, установили эффективные газоочистители на свои дымовые трубы. Учитывая временной график, в рамках которого должны осуществляться эти изменения, компания ожидает в ближайшие три года капитальных затрат в 150 млн долл. с целью приведения своих мощностей в соответствие с федеральным законодательством

- l. Производственные помещения.* Инвесторы в целом предполагают, что производственные помещения компании арендованы на умеренный срок и по рыночным ставкам. Если это не так, например, компания владеет зданием, либо платит необычно высокие или низкие ставки аренды, либо имеет особенно долгий срок аренды, то эту информацию следует раскрыть. Например:

Компания арендует 50 000 квадратных футов по ставке 18,50 долл. за квадратный фут по договору аренды, срок которого истекает через 12 лет. Оговорки о ежегодном повышении ставки основаны на индексе потребительских цен.

- 9. Руководство.** Этот раздел меморандума будет крайне интересен для инвесторов, поскольку они понимают, что состав и опыт команды менеджеров являются ключевыми факторами успеха компании. Инвесторов также очень интересуют уровни оплаты, которые существенно отклоняются от принятых в настоящее время стандартов. Основная раскрываемая информация следующая:

- a. Резюме.* Должно быть краткое резюме каждого ключевого члена команды менеджеров, в котором следует указать его опыт и образование. Примерное резюме выглядит так:

**Ричард Б. Смит, Президент и генеральный директор:** М-р Смит отвечает за всю деятельность компании. Он получил степень MBA в области финансов в Университете Флориды и степень бакалавра маркетинга в Университете штата Айова. М-р Смит проявил свои способности на ответственных должностях в публичных и частных корпорациях, включая крупные, с оборотом в миллиарды долларов, а также меньшие по размеру компании, характеризующиеся быстрым ростом и устойчивым положением на рынке. Его предыдущий опыт включает: президент кооператива фермеров, старший вице-президент страховой компании, президент компании по штамповке пластмассы, вице-президент по финансам консалтинговой компании с многомиллиардным оборотом и директор группы стратегического планирования судоходной компании с многомиллиардным оборотом.

Ожидайте, что инвесторы потратят значительное время на внимательное изучение резюме ключевых членов команды менеджеров. Они будут искать историю успеха в растущих компаниях, а также выискивать признаки прошлых неудач. Осмотрительные инвесторы могут предпринять независимые расследования в отношении менеджеров, чтобы проверить информацию, содержащуюся в меморандуме предложения.

- b. Компенсация.* Меморандум не должен раскрывать уровни оплаты, но лучше указать все формы компенсации, которую получают ключевые члены команды менеджеров. Для этого можно использовать форму, представленную в табл. 15.2.

Таблица 15.2. **Примерная справка о компенсации руководителей**

Ф.И.О.	Оклад	Премия	Всего
Смит, Ричард (Ген. директор)	\$175 000	\$50 000	\$225 000
До, Джон (Исп. директор)	\$125 000	\$35 000	\$160 000
Элвин, Джеймс (Фин. директор)	\$110 000	\$25 000	\$135 000
Дан, Дэвис (Техн. директор)	\$150 000	\$40 000	\$190 000

- c. Трудовые соглашения.* Инвесторы хотят знать о наличии каких-либо обременительных обязательств по оплате, вытекающих из трудовых соглашений. Если таковые имеются, их надо раскрыть. Пример раскрытия следующий:

Между компанией и г-ном Смитом заключено трудовое соглашение, по которому ему гарантируется оплата в течение года в случае увольнения по любой причине, а также полностью оплаченная медицинская страховка на срок 18 месяцев.

- 10. Льготы.** Инвесторов интересуют главным образом дополнительные компенсационные аспекты предоставляемых служащим льгот, поэтому не заботьтесь о подробном перечислении остальных видов льгот, таких



как медицинская страховка или продолжительность отпуска. Ключевыми статьями являются:

- а. Опционы на акции.* Инвесторы хотят знать не только о том, много ли имеется действующих опционов, которые потенциально могут уменьшить стоимость их акций, но также и о доле предъявленных опционов (указывающую, как много из них может быть конвертировано в ближайшем будущем) и имена основных держателей опционов. Примерная справка о предоставленных опционах показана в табл. 15.3.

Таблица 15.3. **Примерная справка о держателях опционов**

Держатель опционов	Всего опционов	Предъявленные опционы	Предъявляются через 1 год	Предъявляются через 2 года
Смит, Ричард	525 000	175 000	175 000	175 000
До, Джон	148 000	0	50 000	50 000
Элвин, Джеймс	73 000	0	0	24 000
Дан, Дэвис	50 000	50 000	0	0
Остальные	210 000	129 000	41 000	40 000
<b>Итого</b>	<b>1 006 000</b>	<b>354 000</b>	<b>266 000</b>	<b>289 000</b>

- б. Пенсионный план 401(к).* Инвесторов интересует не наличие пенсионного плана 401(к) как такового, а скорее, существование схемы вложения существенных средств, которая может привести к значительному сокращению прибыли. Поэтому текст, описывающий план 401(к), может быть следующим:

Компания предлагает пенсионный план 401(к) тем из своих служащих, которые отработали в компании не менее одного года. По прошествии этого времени компания предлагает взнос 6% от любых средств, которые служащие вносят по этому плану, причем с немедленным зачислением. В прошлом году компания внесла в общей сложности 103 000 долл. по этой схеме; исходя из плановых уровней рабочей силы и прошлой истории ставок, компания ожидает, что в следующем году ее параллельные расходы по этому плану составят от 110 000 до 130 000 долл.

- в. Бонусный план.* Как и в случае с пенсионным планом 401(к), инвесторов больше всего интересует потенциальное влияние премий на прибыль. В меньшей степени их может также интересовать, кто является получателем премий и общие параметры плана. Примерный текст этого раздела следующий:

Компания имеет два бонусных плана. Один для производственного персонала, предусматривающий выплату максимум 10 000 долл. в месяц, исходя из отчетных уровней эффективности и наличия минимального количества дней

без травматизма. В прошлом году выплаты из этого ежемесячного фонда производились в четырех месяцах, что привело к расходам на премии в размере 40 000 долл. Компания ожидает, что в предстоящем году по условиям этого плана будут выплачены аналогичные суммы.

Вторым планом премиальных является план материального стимулирования менеджеров, по которому выплачивается максимум 280 000 долл. в конце года, если команда менеджеров выполнит плановые задания по реализации и прибыли, установленные на год. В настоящее время команда менеджеров ожидает, что эта премия будет получена. Распределение будущих премиальных выплат по этому плану следующее:

Ф.И.О.	Премиальные выплаты
Смит, Ричард	\$110 000
До, Джон	\$60 000
Элвин, Джеймс	\$30 000
Дан, Дэвис	\$80 000
<b>Итого</b>	<b>\$280 000</b>

## ВЫБОР МЕТОДА ОЦЕНКИ ДЛЯ МЕМОРАНДУМА ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Меморандум предложения указывает фиксированную цену, по которой акции предлагаются инвесторам, что предполагает, что компания должна выбрать метод своей оценки, прежде чем выпускать меморандум. Существует ряд методов, которые можно использовать в этих целях:

- *Метод сравнения.* Вкратце, это метод «сколько стоят другие?». Финансовый директор определяет стоимость аналогичных компаний и делает допущение, что его компания стоит во столько же раз дороже выручки. Например, если текущая цена акций компании X дает ее общую оценку 200 млн долл. при объеме продаж 40 млн долл., то финансовый директор мог бы применить коэффициент выручки 5 к объему продаж своей компании 3 млн долл., чтобы получить оценку 15 млн долл. Этот метод не работает, когда нет публичных компаний, относительно которых можно делать оценку. Кроме того, если компания имеет небольшие продажи, то должны использоваться сравнения по другим параметрам, таким как клиентская база, количество или стоимость патентов, оценка природных ресурсов или новая продукция. Итоговая оценка для частной компании может также подвергаться некоторому дисконтированию по сравнению с аналогичной оценкой публичной компании на том основании, что ее акции труднее продать. Инвести-

ционные банки накапливают базы данных о ценах, по которым были проданы многие частные компании, и поэтому могут дать хороший совет относительно обоснованной базы сравнения.

- *Метод чистой приведенной стоимости.* Чистая приведенная стоимость рассматривалась в главе 10 «Планирование капиталовложений». Дисконтирование денежных потоков компании является обоснованным методом оценки, но он менее применим в случаях, когда компания еще не имеет значительных денежных потоков. Например, компания, потратившая миллионы долларов на разработку действительно уникального продукта, при использовании этого метода не имела бы цены до того момента, пока она не начала его продавать, даже несмотря на то, что продукт может быть весьма ценным. Кроме того, трудно подобрать точную ставку дисконтирования для расчета денежных потоков частной компании, чья бета может существенно отличаться от беты публичной компании в той же отрасли. Далее, метод чистой приведенной стоимости предполагает постоянную ставку дисконтирования, что не имеет места в выкупах с высокой долей заемных средств, где быстрое снижение доли долга будет приводить к постепенному повышению стоимости капитала с течением времени. По этим причинам лучше всего провести оценку максимальной и минимальной чистой приведенной стоимости, используя несколько ставок дисконтирования, и затем рассмотреть другие факторы, например, сравнительные показатели, чтобы сузить оценку до более узких рамок.
- *Метод венчурного капитала.* Это быстрый метод «обратного расчета» стоимости. Во-первых, инвестор оценивает стоимость фирмы на момент ликвидации акций венчурного капиталиста. Затем он дисконтирует эту стоимость назад к настоящему времени, используя целевую ставку доходности, которая является высокой (от 40 до 50%). После этого он делит сумму предполагаемых инвестиций на дисконтированную стоимость, чтобы определить свою будущую долю собственности в компании. Затем он вводит в расчет влияние разводнения в результате будущих раундов финансирования: он делит искомую конечную долю собственности на долю собственности после разводнения. Пример показан в табл. 15.4.

Основным недостатком этого метода является крайне высокая (или произвольная) ставка дисконтирования, которая дает инвестору необычно высокую долю собственности в компании.

Инвестиционные банки обычно рекомендуют слегка заниженную оценку для целей выпуска акций на том основании, что это обеспечивает полную подписку на все предложенные акции. Тот факт, что предложение акций было полностью подписано или (еще лучше) спрос превысил предложение, является полезным маркетинговым инструментом в последующих раундах

Таблица 15.4. Расчет методом венчурного капитала

Допущения	Оценка по венчурному капиталу
Чистая прибыль	\$6 778 000
Отношение «цена/прибыль»	15
Конечная стоимость	\$101 670 000
Ставка дисконтирования	50%
Дисконтированная конечная стоимость	\$45 186 667
Сумма предполагаемых инвестиций	\$4 500 000
Искомая конечная доля собственности	10,0%
Дополнительные доли собственности в фирме, которые будут проданы в будущих раундах финансирования	10%
Капитализация прибыли	90,5%
Искомая доля собственности в настоящее время	11,0%

капитального финансирования, и поэтому может стоить небольшой потери выручки от размещения, к которой приводит заниженная оценка.

## ОБМЕН АКЦИЙ НА РАСХОДЫ

Капитал часто привлекают для того, чтобы покрыть краткосрочные расходы. Это двухступенчатый процесс привлечения капитала от одной стороны и затем использования полученных денег для расчетов с поставщиками. Иногда можно укоротить этот процесс, выпустив акции непосредственно для поставщиков в обмен на их услуги. Хотя это может быть эффективным способом устранения долга, это также посылает поставщикам ясный сигнал о том, что у компании нет денег. Таким образом, этот метод срабатывает, как правило, только однажды — когда поставщики уже отправили свои счета компании — и она отвечает предложением оплатить акциями вместо денег. Если компания попытается заранее уговорить поставщиков взять акции в качестве оплаты, то маловероятно, что она найдет много желающих.

## ОБМЕН АКЦИЙ НА ДЕНЬГИ

Необычным методом добывания денег частной компанией является покупка другой компании за акции с намерением закрыть или сократить купленную компанию и изъять ее наличность. Этот метод наиболее распространен, когда компания финансируется за счет венчурного капитала и венчурный капи-

талист хочет провести слияние неудачной компании из своего инвестиционного портфеля с компанией-покупателем.

Главная трудность в подобных случаях заключается в наличии скрытых обязательств на балансе приобретаемой компании, что может сделать поглощение гораздо более дорогим, чем стоимость полученной наличности. Тем не менее это вариант в ограниченном числе ситуаций.

## **ВАРРАНТЫ НА АКЦИИ**

Варрант на акции — это юридический документ, который дает его держателю право купить конкретное количество акций компании по установленной цене и, как правило, в ограниченный период времени, после которого он становится недействительным. Покупная цена акций, указанная в варранте, обычно выше, чем рыночная цена в момент его выпуска.

Варрант на акции можно использовать как одну из форм компенсации вместо денег для оплаты услуг, предоставленных компании другими юридическими лицами. Его можно прикреплять к долговым инструментам, чтобы сделать их более привлекательными инвестициями для покупателей. Например, финансовый директор, заинтересованный в привлечении долга с особенно низкой процентной ставкой, прикрепляет варранты на акции к новому предложению облигаций, чтобы добиться своей цели. Варранты имеют определенную ценность для инвесторов, что побуждает их покупать облигации с более низкой эффективной процентной ставкой, чем это было бы в отсутствие прикрепленных варрантов.

Варрант на акции редко продается компанией сам по себе в расчете на получение взамен значительной суммы денег. Поэтому, он не является хорошим методом прямого привлечения капитального финансирования. Скорее, он используется для снижения стоимости других видов финансирования, либо для сокращения или устранения расходов на отдельных поставщиков.

## **ПОДПИСКА НА АКЦИИ**

Подписка на акции позволяет инвесторам или служащим, заплатив компании установленную сумму через определенное время, получить взамен акции. Для реализации такой договоренности создается дебиторский счет на всю ожидаемую сумму, компенсируемый счетом подписки на обыкновенные акции. Когда деньги получены и акции выпущены, средства списываются с этих счетов и переводятся на стандартные счета обыкновенных акций.

Подписку на акции можно организовать для служащих. В этом случае инвестируемая сумма, как правило, не так велика и не является существенным источником нового капитального финансирования. Когда подписка предлага-

ется инвесторам, она обычно включает их предварительное обязательство перечислить деньги в компанию в рамках нового предложения акций, и поэтому, как правило, осуществляется в течение короткого периода времени, а не в виде небольших дополнительных платежей, растянутых на долгий срок.

## **ДОЛГОСРОЧНЫЕ КАПИТАЛЬНЫЕ РЕШЕНИЯ ДЛЯ ПРЕОДОЛЕНИЯ КРИЗИСОВ**

Метод «Долгосрочные капитальные решения для преодоления кризисов» (Committed Long-Term Capital Solutions, CLOCS), по существу, дает компании доступ к деньгам с заранее установленной процентной ставкой в том случае, если происходит неблагоприятное событие, в которой компания, вероятно, столкнется с дополнительными трудностями при привлечении капитала традиционными методами, например, вследствие сокращения валового внутреннего продукта страны. При использовании этого метода компании не нужно поддерживать значительную базу собственного капитала в качестве резерва на случай сложных экономических условий в будущем, поскольку вместо этого она может активизировать кредитную линию. Сделка CLOCS — это не одна из форм капитала, а скорее, средство избежать необходимости в нем в сложных экономических обстоятельствах. Кроме того, поскольку это условная форма долга, то это внебалансовая договоренность до тех пор, пока долг не взят из имеющегося лимита.

Вариантом идеи CLOCS является уплата страховой компании периодической премии в обмен на право, по которому страховая компания должна купить привилегированные акции компании какого-то вида во время будущего периода экономических трудностей, как это определено в заранее установленном наборе условий активации. Страховая компания получает акции с привилегированным режимом (как правило, это касается дивиденда и прав старшинства при ликвидации), а компания получает гарантированный доступ к капиталу в случае значительного ухудшения бизнеса, т. е. именно тогда, когда привлечение капитального финансирования было бы особенно затруднительно.

Эти инновационные методы подгоняются под нужды конкретных компаний. Однако, учитывая усилия, необходимые для структурирования этих сделок, они, как правило, доступны фирмам с объемом реализации более 1 млрд долларов.

## **ОБРАТНЫЙ ВЫКУП АКЦИЙ**

Эта глава посвящена привлечению капитального финансирования. Однако иногда цена акций компании падает так низко, что становится выгодно делать обратное и выкупать акции назад. Таким путем компания может, не затраги-

вая свою отчетную прибыль, сократить число акций в обращении, что повышает прибыль на акцию. После этого можно ожидать роста цены остальных выпущенных акций.

К сожалению, эта логика не всегда срабатывает. Базовая идея обратного выкупа акций состоит в том, что повышение прибыли на акцию должно увеличить стоимость компании и, следовательно, цену всех выпущенных акций. Однако, чтобы выкупить выпущенные акции, компания должна потратить деньги, поэтому в результате этой операции денежный поток уменьшается, а сокращение денежного потока уменьшает стоимость компании. Кроме того, объявление об обратном выкупе акций сигнализирует инвесторам о том, что будущие перспективы компании тусклые. Также вызывает особую озабоченность, когда в рамках общей программы обратного выкупа акций менеджеры компании продают и свои акции, это отчетливо предупреждает инвесторов о том, что команда управляющих сомневается в хоть в каком-либо росте цены акций. Таким образом, хорошим методом поддержания цены всех акций, остающихся в обращении после выкупа, является информирование рынка о том, что команда управляющих не разрешает компании выкупать *любые* из их акций.

Ситуацией, в которой можно ожидать роста прибыли в результате обратного выкупа, является привлечение долга и использование полученных средств для выкупа акций. Таким путем руководство компании обменивает дорогостоящие капитальные доли на менее дорогой долг, и при этом получает налоговый вычет, связанный с процентными расходами. Однако этот метод следует использовать только тогда, когда имеется достаточно определенный будущий денежный поток для поддержки дополнительного долгового бремени.

Если руководство решает произвести обратный выкуп акций, оно может воспользоваться для этого тремя способами:

1. *Купить акции через тендерное предложение.* Компания устанавливает фиксированную цену, как правило, выше текущей рыночной цены, по которой она желает выкупить акции в течение установленного периода времени, обычно в течение месяца.
2. *Купить акции на открытом рынке.* Компания может выкупить акции на открытом рынке, но, согласно правилам Комиссии по ценным бумагам, дневной объем таких покупок ограничен одной четвертью среднедневного объема, проторгованного в последние четыре недели на скользящей основе. Таким образом, может потребоваться очень длительное время, чтобы произвести крупный обратный выкуп акций.
3. *Купить акции посредством аукциона.* Согласно этому методу, акционеры могут послать информацию о ценах, по которым они будут продавать свои акции компании, и количестве акций, которое они продадут

по этим ценам. После этого компания отбирает акции, предложенные по самым низким ценам, до тех пор, пока она не купит достаточно акций, чтобы достичь своей цели. Этот метод более подробно описан в главе 16 «Первоначальное публичное предложение».

Аукционный метод является наиболее эффективным, с точки зрения затрат, способом выкупить обратно крупное количество акций, поскольку уплаченные цены, как правило, ниже тех, которые компания имела бы при тендерном предложении. Покупка на открытом рынке является наиболее эффективной при небольших объемах выкупа.

## **ВЫВОДЫ**

В этой главе рассмотрен основной способ привлечения капитального финансирования, каковым является частное размещение с использованием меморандума предложения. Этот вариант доступен для значительно большего числа компаний, чем публичное размещение, требующее прохождения трудного процесса первоначального публичного предложения, который описан в следующей главе.