

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Д.А. Шавчук



КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Д.А.Шевчук

Денис Александрович Шевчук

Закончил Московский государственный университет геодезии и картографии (МИИГАиК), факультет экономики и управления территориями (ФЭУТ), менеджер (менеджмент организации) и МГУ им. М.В. Ломоносова, Французский университетский колледж (право), ряд специализированных курсов по различным отраслям знаний.

Имеет опыт преподавания различных дисциплин в ведущих вузах Москвы (экономические, юридические, технические, гуманитарные). Автор более 30 публикаций, член Союза юристов Москвы, член Союза журналистов России, член Союза журналистов Москвы, стипендиат Правительства РФ. Работал в банках, коммерческих и государственных структурах. В настоящее время трудится в должности заместителя генерального директора INTERFINANCE.

Автор современных принципов ускоренного качественного изучения и запоминания любых предметов.

ВВЕДЕНИЕ

Цели и задачи финансирования. Перечень целей и задач, которые преследует предприятие, осуществляя свою финансово-хозяйственную деятельность, очень широк: выживание фирмы в условиях конкурентной борьбы; избежание банкротства и крупных финансовых неудач; лидерство в борьбе с конкурентами; максимизация рыночной стоимости фирмы; приемлемые темпы роста экономического потенциала фирмы; рост объемов производства и реализации; максимизация прибыли; минимизация расходов; обеспечение рентабельной деятельности и т.д. Поэтому очень важно определить, какие из этих целей являются приоритетными, а какие производными.

Приоритетность той или иной цели по-разному объясняется в рамках существующих теорий организации бизнеса (theories of the firm).

Перспективная оценка и анализ коммерческой и инвестиционной деятельности.

Текущая оценка финансового состояния.

Наиболее распространенным является утверждение, что фирма должна работать таким образом, чтобы обеспечить максимальный доход ее владельцам (Profit Maximization Theory). Обычно это ассоциируется с рентабельной работой, ростом прибыли и снижением расходов. Однозначен ли такой вывод?

В рамках традиционной неоклассической экономической модели предполагается, что любая фирма существует для того, чтобы максимизировать прибыль (обычно подразумевается, что речь идет о прибыли с позиции не разового, но долгосрочного ее получения). Однако в идеале, когда предполагаются равнодоступность информации, наличие опытного руководства и других аспектов, достичь такого максимума невозможно. Именно поэтому применяется понятие "нормальной" прибыли, т.е. прибыли, устраивающей владельцев данного бизнеса. Действительно, прибыльность различных видов производств может существенно различаться, что не вызывает тем не менее стремления всех бизнесменов одновременно сменить свой бизнес на более прибыльный. В основе такого подхода и лежит весьма распространенная система ценообразования на производимую продукцию - "себестоимость плюс некая устраивающая производителя надбавка".

Другие исследователи выдвигают предположение, что в основе деятельности фирм и их руководства лежит стремление к наращиванию объемов производства и сбыта. Обосновывается это тем, что многие менеджеры олицетворяют свое положение (заработная плата, статус, положение в обществе) с размерами своей фирмы в большей степени, нежели с ее прибыльностью.

В рамках данной теории применяются и другие формальные критерии, в частности, для оценки эффективности данной фирмы в целом очень распространенным является показатель "доход на акцию"; для оценки эффективности инвестиций может применяться показатель "рентабельность инвестированного капитала" (ROI). Однако принятие решений на основе этих и подобных им показателей не всегда очевидно.

Пример. Предположим, что некая фирма достигла значения показателя $ROI = 30\%$. Означает ли это, что представившуюся возможность размещения капитала с $ROI = 25\%$, но в гораздо менее рискованное предприятие следует безоговорочно отвергнуть?

Выбор не так прост, как кажется. В частности, новое инвестирование следует осуществить, если: а) затраты на поиск источников финансирования меньше 25% ;

б) фирма имеет временно свободный капитал и не может более выгодно разместить его в предприятие с той же степенью риска.

Любой фирме в той или иной степени присущ разрыв между функцией управления и контроля. Эта проблема усугубляется по мере усложнения форм организации бизнеса. В свою очередь, это привело к возникновению ряда управленческих теорий (Managerial Theories of the Firm).

В основе подобных теорий - наиболее известной из них является "Теория передачи полномочий" (Agency Theory) - лежит противопоставление интересов владельцев фирмы и ее управленческого персонала (в случае корпоративного построения фирмы, когда ее владельцы не занимаются оперативным управлением, а нанимают соответствующий персонал). Здесь как бы обособляются две большие группы физических лиц, имеющих непосредственное отношение к фирме, - владельцы (акционеры, участники) и управленческий персонал. Их интересы могут совпадать далеко не всегда; особенно это связано с анализом альтернативных решений, одно из которых обеспечивает сиюминутную прибыль, а второе - рассчитано на перспективу. Выделяют и более дробные классификации конфликтующих подгрупп управленческих работников, каждая из которых отдает приоритет своим групповым интересам.

Определенной разновидностью данной теории является "Теория заинтересованных лиц" (Stakeholder Theory), предполагающая, что цель функционирования любой фирмы заключается в гармонизации конфликтующих целей различных групп юридических и физических лиц, имеющих непосредственное или косвенное отношение к данной фирме: акционеров, наемного управленческого персонала, работников, контрагентов, государственных органов. В частности, фирма должна не только и не столько стремиться к максимизации прибыли, но и заботиться о социальном положении своих работников, охране окружающей среды и др.

Однако наибольшее распространение в последние годы получила "Теория максимизации ценности фирмы" (Wealth Maximization Theory). Разработчики этой теории исходили из предпосылки, что ни один из существующих критериев - прибыль, рентабельность, объем производства и т.д. - не может рассматриваться в качестве обобщающего критерия эффективности принимаемых решений финансового характера. Такой критерий должен:

- базироваться на прогнозировании доходов владельцев фирмы;
- быть обоснованным, ясным и точным;
- быть приемлемым для всех аспектов процесса принятия управленческих решений, включая поиск источников средств, собственно инвестирование, распределение доходов (дивидендов).

Считается, что этим условиям в большей степени отвечает критерий максимизации собственного капитала, точнее, рыночной цены обыкновенных акций фирмы. Этот подход базируется на следующей основополагающей идее развития общества, разделяемой большинством экономически развитых стран Запада достижение социального и экономического процветания общества через частную собственность. С позиции инвесторов в основе этого подхода лежит предпосылка, что повышение достатка владельцев фирмы заключается не столько в росте текущих прибылей, сколько в повышении рыночной цены их собственности. Таким образом, любое финансовое решение, обеспечивающее в перспективе рост цены акций, должно приниматься владельцами и/или управленческим персоналом.

Реализация данного критерия на практике также не всегда очевидна. Во-первых, не все фирмы имеют однозначно понимаемую финансовыми

аналитиками рыночную цену, в частности, если фирма не котирует свои акции на бирже, определение ее рыночной цены затруднено.

Во-вторых, данный критерий может не срабатывать в отдельных случаях. Например, в фирмах с единоличным владельцем или ограниченным их числом, которые могут решиться на рисковое вложение капитала с надеждой на фортуны или получение сверхприбыли в отдаленной перспективе. Действия, предпринимаемые такими фирмами, могут в определенной степени снизить цену их акций ввиду той степени риска, которая присуща их инвестиционной деятельности.

В случае неприемлемости критерия максимизации рыночной цены фирмы рекомендуется использовать абсолютные и относительные показатели прибыли и рентабельности. Необходимо лишь помнить основные недостатки критерия "максимизация прибыли" и основанных на этом критерии производных показателей. В наиболее акцентированном виде они могут быть сформулированы следующим образом:

- существуют различные виды показателя "прибыль" (прибыль от основной деятельности, балансовая, валовая, до уплаты налогов, налогооблагаемая, чистая и др.), поэтому данная неоднозначность должна устраняться при разработке конкретных показателей оценки эффективности финансовых решений;
- данный критерий не работает, если две альтернативы различаются размером прогнозируемых доходов и временем их генерирования;
- критерий не учитывает качество ожидаемых доходов, неопределенность и риск, связанный с их получением.

Критерий максимизации рыночной цены акций фирмы, как наиболее обоснованный и приоритетный критерий финансового менеджмента, применим лишь в том случае, если на рынке капиталов нет ограничений и какой-либо дискриминации в установлении цен на ценные бумаги, т.е. в полной мере действует принцип "спрос - предложение".

Структура источников финансирования предприятия. В финансовом менеджменте под внутренними и внешними источниками финансирования понимают соответственно собственные и привлеченные (заемные) средства.

Источниками собственных средств являются:

- уставный капитал (средства от продажи акций и паевые взносы участников);
- резервы, накопленные предприятием;
- прочие взносы юридических и физических лиц (целевое финансирование, пожертвования, благотворительные взносы и др.).

К основным источникам привлеченных средств относятся:

- ссуды банков;
- заемные средства;
- средства от продажи облигаций и других ценных бумаг;
- кредиторская задолженность.

Принципиальное различие между источниками собственных и заемных средств кроется в юридической причине: в случае ликвидации предприятия его владельцы имеют право на ту часть имущества предприятия, которая останется после расчетов с третьими лицами.

Основными источниками финансирования являются собственные средства. Приведем краткую характеристику этих источников.

Уставный капитал представляет собой сумму средств, предоставленных собственниками для обеспечения уставной деятельности предприятия. Содержание категории "уставный капитал" зависит от организационно-правовой формы предприятия:

- для государственного предприятия - стоимостная оценка имущества, закрепленного государством за предприятием на праве полного хозяйственного ведения;
- для товарищества с ограниченной ответственностью - сумма долей собственников;
- для акционерного общества - совокупная номинальная стоимость акций всех типов;
- для производственного кооператива - стоимостная оценка имущества, предоставленного участниками для ведения деятельности;
- для арендного предприятия - сумма вкладов работников предприятия;
- для предприятия иной формы, выделенного на самостоятельный баланс, - стоимостная оценка имущества, закрепленного его собственником за предприятием на праве полного хозяйственного ведения.

При создании предприятия вкладами в его уставный капитал могут быть денежные средства, материальные и нематериальные активы. В момент передачи активов в виде вклада в уставный капитал право собственности на них переходит к хозяйствующему субъекту, т.е. инвесторы теряют вещные права на эти объекты. Таким образом, в случае ликвидации предприятия или выхода участника из состава общества или товарищества он имеет право лишь на компенсацию своей доли в рамках остаточного имущества, но не на возврат объектов, переданных им в свое время в виде вклада в уставный капитал. Уставный капитал, следовательно, отражает сумму обязательств предприятия перед инвесторами.

Уставный капитал формируется при первоначальном инвестировании средств. Его величина объявляется при регистрации предприятия, а любые корректировки размера уставного капитала (дополнительная эмиссия акций, снижение номинальной стоимости акций, внесение дополнительных вкладов, прием нового участника, присоединение части прибыли и др.) допускаются лишь в случаях и порядке, предусмотренных действующим законодательством и учредительными документами.

Формирование уставного капитала может сопровождаться образованием дополнительного источника средств - эмиссионного дохода. Этот источник возникает в случае, когда в ходе первичной эмиссии акции продаются по цене выше номинала. При получении этих сумм они зачисляются в добавочный капитал.

Прибыль является основным источником средств динамично развивающегося предприятия. В балансе она присутствует в явном виде как нераспределенная прибыль, а также в завуалированном виде - как созданное за счет прибыли фонды и резервы. В условиях рыночной экономики величина прибыли зависит от многих факторов, основным из которых является соотношение доходов и расходов. Вместе с тем в действующих нормативных документах заложена возможность определенного регулирования прибыли руководством предприятия. К числу таких регулирующих процедур относятся:

- варьирование границей отнесения активов к основным средствам;
- ускоренная амортизация основных средств;
- применяемая методика амортизации малоценных и быстроизнашивающихся предметов;
- порядок оценки и амортизации нематериальных активов;
- порядок оценки вкладов участников в уставный капитал;
- выбор метода оценки производственных запасов;
- порядок учета процентов по кредитам банков, используемых на финансирование капитальных вложений;

- порядок создания резерва по сомнительным долгам;
- порядок отнесения на себестоимость реализованной продукции отдельных видов расходов;
- состав накладных расходов и способ их распределения.

Прибыль - основной источник формирования резервного капитала (фонда). Этот капитал предназначен для возмещения непредвиденных потерь и возможных убытков от хозяйственной деятельности, т.е. является страховым по своей природе. Порядок формирования резервного капитала определяется нормативными документами, регулирующими деятельность предприятия данного типа, а также его уставными документами. В АО размер резервного фонда не может быть меньше 15% от уставного капитала. Он формируется путем обязательных ежегодных отчислений до достижения размера, предусмотренного уставом. Резервный фонд предназначен только для покрытия убытков, хотя он также может быть использован для погашения облигаций и выкупа акций. В настоящее время не предусмотрено налоговых льгот при образовании резервного фонда. Отчисления в него производятся после уплаты налога на прибыль и других налогов, относимых на себестоимость и финансовые результаты.

Добавочный капитал как источник средств предприятия образуется, как правило, в результате переоценки основных средств и других материальных ценностей. Нормативными документами запрещается использование его на цели потребления.

Специфическим источником средств являются фонды специального назначения и целевого финансирования: безвозмездно полученные ценности, а также безвозвратные и возвратные государственные ассигнования на финансирование непроизводственной деятельности, связанной с содержанием объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, на финансирование издержек по восстановлению платежеспособности предприятий, находящихся на полном бюджетном финансировании, и др.

Глава 1. ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ, ИНСТИТУТЫ И ИНСТРУМЕНТЫ

1.1. Финансовые рынки

Финансовый рынок - организованная или неформальная система торговли финансовыми инструментами. На этом рынке происходит обмен деньгами, предоставление кредита и мобилизация капитала. Основную роль здесь играют финансовые институты, направляющие потоки денежных средств от собственников к заемщикам. Товаром выступают собственно деньги и ценные бумаги. Как и любой рынок, финансовый рынок предназначен для установления непосредственных контактов между покупателями и продавцами финансовых ресурсов. Принято выделять несколько основных видов финансового рынка: валютный рынок, рынок золота и рынок капиталов.

На валютном рынке (foreign exchange market) совершаются валютные сделки. Основой этого рынка являются банки и другие кредитно-финансовые учреждения.

На рынке золота (gold market) совершаются наличные, оптовые и другие сделки с золотом, в том числе со стандартными золотыми слитками. Основной объем операций с физическим золотом осуществляется между банками и

специализированными фирмами; фьючерсная и опционная торговля золотом сконцентрирована на срочных биржах.

На рынке капиталов (capital market) аккумулируются и обращаются долгосрочные капиталы и долговые обязательства. Он является основным видом финансового рынка в условиях рыночной экономики, с помощью которого компании изыскивают источники финансирования своей деятельности (рис. 1.1).

Денежные потоки, связывающие фирму и рынок капитала

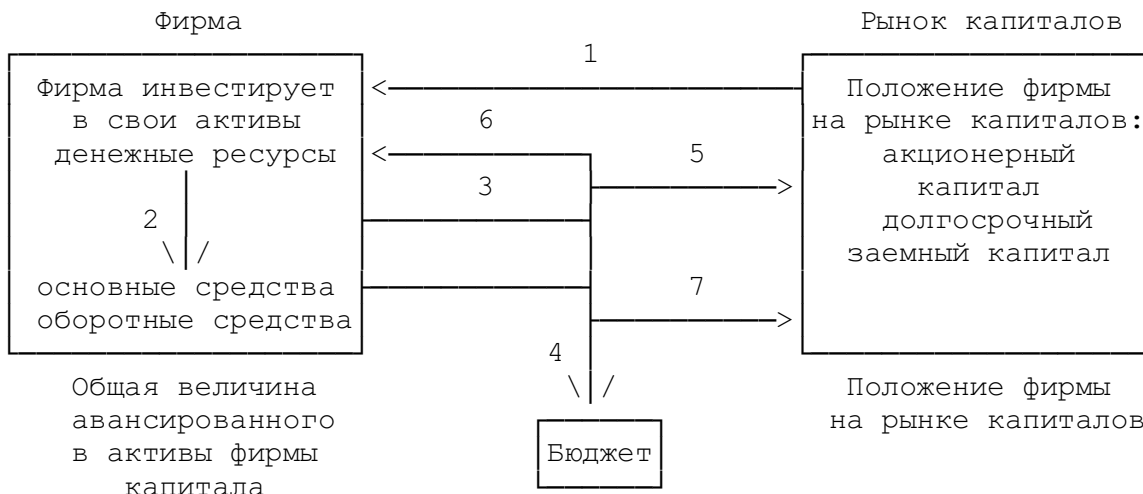


Рис. 1.1

Логика приведенных на рис. 1.1 денежных потоков фирмы заключается в следующем:

- 1 - начало работы, размещение на рынке ценных бумаг и получение средств инвесторов;
- 2 - инвестирование полученных финансовых ресурсов в основные средства и текущие активы;
- 3 - генерирование денежного потока как результата успешной деятельности;
- 4 - уплата предусмотренных законом налогов;
- 5 - выплата инвесторам и кредиторам части оставшейся прибыли;
- 6 - реинвестирование в активы фирмы части прибыли;
- 7 - направление на рынок капиталов части прибыли в виде финансовых инвестиций.

Приведенная схема относится к акционерным обществам, предприятия других форм собственности также могут взаимодействовать с рынками капиталов, выступая на них в роли инвесторов.

Рынок капиталов иногда подразделяется на рынок ценных бумаг и рынок ссудных капиталов. Рынок ценных бумаг, в свою очередь, подразделяется на первичный и вторичный, биржевой и внебиржевой.

Первичный рынок ценных бумаг (primary market) представляет собой рынок, обслуживающий выпуск (эмиссию) и первичное размещение ценных бумаг. Именно на этом рынке компании получают необходимые финансовые ресурсы путем продажи своих ценных бумаг.

Вторичный рынок (secondary market) предназначен для обращения ранее выпущенных ценных бумаг. На вторичном рынке компании не получают финансовых ресурсов непосредственно, однако этот рынок является исключительно важным, поскольку дает возможность инвесторам при необходимости получить обратно денежные средства, вложенные в ценные

бумаги, а также получить доход от операций с ними. Возможность перепродажи ценных бумаг основана на том, что первоначальный инвестор свободен в своем праве владеть и распоряжаться ценными бумагами и может перепродать их другому инвестору. Существование вторичного рынка само по себе стимулирует деятельность первичного рынка.

Биржевой рынок представляет собой рынок ценных бумаг, осуществляемый фондовыми биржами. Порядок участия в торгах для эмитентов, инвесторов и посредников определяется биржами. Внебиржевой рынок предназначен для обращения ценных бумаг, не получивших допуска на фондовые биржи.

На биржевом рынке обращаются ценные бумаги, прошедшие листинг, т.е. получившие допуск к официальной торговле на бирже. Поскольку условия получения биржевой котировки устанавливаются биржей и могут быть достаточно сложными для некоторых эмитентов, существует внебиржевой рынок (over-the-counter stock market), на котором обращаются ценные бумаги, не котируемые на фондовых биржах. Внебиржевой рынок может быть довольно объемным - до 2/3 всего оборота рынка ценных бумаг. Например, в Великобритании функционируют свыше сорока внебиржевых рынков, на которых продаются ценные бумаги более 150 компаний. В США на внебиржевом рынке продаются: а) большинство облигаций американских компаний; б) большинство облигаций государственных и местных органов управления; в) ценные бумаги "открытых" инвестиционных трастов (компаний, которые могут постоянно выпускать в обращение дополнительные акции); г) новые выпуски ценных бумаг; д) крупные блоки ценных бумаг при их повторном размещении.

Одной из характерных особенностей российского рынка ценных бумаг является его дробление на региональные замкнутые анклавы. По данным Федерации фондовых бирж России (ФФБР), более 90% видов ценных бумаг, по которым совершались биржевые сделки в июне 1994 г., котировалось только на одной бирже; более 97% - на двух. Межрегионального перемещения ценных бумаг практически нет, т.е. они являются продуктом местных эмиссий и не выходят за пределы своих регионов.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг. Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется с помощью различных структур. Приведем краткое описание их функций.

1. В Государственной Думе создан ряд комитетов, ответственных за разработку законопроектов в области рынка ценных бумаг. В их числе:

Комитет по собственности, приватизации и хозяйственной деятельности (законопроекты об акционерных обществах, о трасте и др.);

Подкомитет по законодательству о финансовых институтах, фондовом рынке и страховании (законопроекты о ценных бумагах и фондовом рынке);

Подкомитет по банкам (законопроекты о банках и банковской деятельности, регламентирующие операции банков с ценными бумагами).

В работе комитетов Думы принимают участие и некоторые общественные организации; в частности, при Подкомитете по банкам создан Экспертный совет, в состав которого входят авторитетные специалисты - представители различных государственных органов, инвестиционных институтов, бирж, прессы.

2. Правительство РФ осуществляет общее руководство развитием и функционированием рынка ценных бумаг с помощью федеральных органов исполнительной власти, а также участвует в подготовке законопроектов.

3. Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве Российской Федерации (ФКЦБ), созданная в ноябре 1994 г. на базе Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте Российской Федерации, объединяет ведущих специалистов Администрации

президента, Центрального банка РФ, Министерства финансов РФ, Госкомимущества, Государственного комитета РФ по антимонопольной политике, Российского фонда федерального имущества и др. Комиссия имеет следующие полномочия:

- разработка основных направлений развития рынка ценных бумаг;
- утверждение стандартов эмиссии ценных бумаг, проспектов эмиссии ценных бумаг эмитентов и порядка осуществления регистрации эмиссии и проспектов эмиссии ценных бумаг;
- установление обязательных требований и иных условий допуска ценных бумаг к их публичному размещению и обращению, котированию и листингу;
- государственная регистрация фондовых бирж (фондовых отделов товарных бирж), их объединений и ассоциаций, а также лицензирование их деятельности;
- обеспечение создания единого информационного пространства на фондовом и финансовом рынке Российской Федерации.

4. Министерство финансов РФ является основным исполнительным органом, регулирующим фондовый рынок. В его компетенцию входят:

- регламентирование правил совершения операций с ценными бумагами; регулирование учета и отчетности;
- лицензирование финансовых брокеров, инвестиционных консультантов, фондовых бирж и фондовых отделов товарных бирж;
- регистрация выпусков ценных бумаг; ведение Единого государственного реестра зарегистрированных в РФ ценных бумаг; контроль приобретения крупных пакетов акций и др.

5. Центральный банк России устанавливает для банков правила совершения операций на фондовом рынке, в том числе: лицензирование, регулирование и контроль операций банков с ценными бумагами; регистрация выпусков ценных бумаг банков и ведение их реестра; регулирование учета и отчетности в банках;

аттестация специалистов банков на право ведения операций с ценными бумагами и др.

6. Российский фонд федерального имущества занимается продажей акций в процессе приватизации, управляет портфелем акций, находящихся в собственности государства, а также имеет право выполнять методические и регулирующие функции в отношении подобных операций.

7. Госкомимущество РФ совместно с другими органами регулирует порядок создания депозитариев, порядок применения доверительной собственности (траста), создание холдинговых компаний, а также контролирует деятельность чековых инвестиционных фондов.

8. Антимонопольный комитет РФ согласовывает: а) крупнейшие выпуски ценных бумаг; б) приобретение 35% и более акций одного эмитента или акций, обеспечивающих более 50% голосов акционеров; в) создание холдинговых компаний при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества и др. Кроме того, комитет контролирует рекламную деятельность в области ценных бумаг, а также регулирует обращение товарных фьючерсных и опционных контрактов посредством созданной при комитете Комиссии по товарным биржам.

9. Министерство экономики РФ участвует в разработке политики формирования рынка ценных бумаг, подготовке соответствующих законопроектов, занимается экспертизой создания промышленно-финансовых групп.

В той или иной степени в регулировании рынка ценных бумаг участвует и ряд других государственных органов, отвечающих за некоторые специфические вопросы.

1.2. Финансовые институты

Субъектами рынка ценных бумаг являются:

- эмитенты ценных бумаг - хозяйствующие субъекты, стремящиеся получить дополнительные источники финансирования, а также органы государственной власти, выпускающие займы для покрытия части государственных расходов; они несут полную ответственность по обязательствам перед владельцами ценных бумаг;

- инвесторы - физические и юридические лица, имеющие временно свободные денежные средства и желающие инвестировать их для получения дополнительных доходов (различают институциональных инвесторов: страховые компании, пенсионные фонды, заемно-сберегательные фонды и другие - и прочих инвесторов население, предприятия и организации); инвесторы приобретают ценные бумаги от своего имени и за свой счет;

- инвестиционные институты. Инвестиционный институт - юридическое лицо, созданное в любой допустимой законодательством организационно-правовой форме. Инвестиционный институт осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в качестве посредника (финансового брокера), инвестиционного консультанта, инвестиционной компании, инвестиционного фонда, инвестиционного банка...

Фондовая биржа. Организация взаимодействия между данными субъектами, т.е. функционирование рынка ценных бумаг, осуществляется с помощью фондовых бирж, занимающих ведущее место на рынке ценных бумаг. Фондовая биржа является основным организованным финансовым рынком, т.е. местом, где осуществляются операции с ценными бумагами, а процесс ценообразования происходит стихийно. В настоящее время в мире насчитывается около 150 фондовых бирж. Наиболее крупные из них - Токийская, Нью-Йоркская, Лондонская.

Согласно российскому законодательству биржа создается в форме некоммерческого партнерства и должна иметь не менее 20 членов, в качестве которых могут выступать профессиональные участники рынка ценных бумаг, в основные задачи которых входит осуществление операций с ценными бумагами.

Финансирование деятельности фондовой биржи может осуществляться за счет:

- продажи собственных акций, дающих право вступить в ее члены;
- регулярных (как правило, ежегодных) членских взносов членов фондовой биржи;
- биржевых сборов со сделок, осуществляемых на бирже;
- иных доходов.

Минимальный размер собственного капитала биржи - 600 тыс. экю. Она является некоммерческой организацией и не преследует цели получения собственной прибыли. Биржа предоставляет своим участникам помещение для операций с ценными бумагами, оказывает расчетные и информационные услуги, получая за это комиссионные. Таким образом, ее работа основана на принципах самокупаемости, причем члены биржи не получают доходов от ее деятельности.

Исключительным предметом деятельности биржи являются обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночной цены и надлежащее распространение информации о них. В ее основные функции входят:

организация операций по продаже и покупке ценных бумаг, перераспределение финансовых ресурсов, предоставление эмитентам ценных бумаг дополнительных финансовых ресурсов, предоставление сберегателям

возможности сохранения и выгодного использования накопленных ими денежных средств, информационное обеспечение агентов биржевого рынка, выявление рыночной стоимости ценных бумаг и др.

Фондовая биржа не вправе заниматься деятельностью в качестве инвестиционного института, а также выпускать ценные бумаги, за исключением собственных акций. Обязательным условием деятельности биржи является наличие лицензии Министерства финансов России.

В мировой практике различают два основных вида бирж:

- замкнутая биржа, в торгах на которой могут принимать участие лишь члены биржи;

- биржа со свободным доступом посетителей.

Российским законодательством предусмотрено существование только замкнутых бирж, при этом сдача брокерских мест в аренду нечленам фондовой биржи не допускается.

Фондовая биржа вправе устанавливать минимальные обязательные требования к инвестиционным институтам, необходимые для вступления в члены биржи, а также квалификационные требования к представителям членов на биржевых торгах.

В международной практике биржевого дела является обычным, когда биржи предъявляют требования, порой весьма жесткие, к компаниям, желающим быть зарегистрированными на бирже. Эти требования носят специфический характер. В качестве примера можно привести Нью-Йоркскую фондовую биржу, выдвигающую пять необходимых требований:

а) налогооблагаемая годовая прибыль в большинстве предшествующих лет должна быть не менее 2,5 млн долл., а в последние два года - 2,0 млн долл. либо суммарная прибыль за последние три года должна составлять не менее 6,5 млн долл.;

б) материальные активы (в оценке нетто) должны быть не менее 18 млн долл.;

в) рыночная цена акций составляет не менее 18 млн долл.;

г) среди акционеров должно быть распространено не менее чем 1,1 млн акций;

д) не менее 2000 акционеров должны владеть 100 и более акциями каждый.

Инвестиционные институты. Основной объем операций на бирже осуществляется посредниками - инвестиционными институтами. Инвестиционный институт - юридическое лицо, созданное в любой допустимой законодательством организационно-правовой форме. Он может осуществлять свою деятельность на рынке ценных бумаг в качестве посредника (финансового брокера), инвестиционного консультанта, инвестиционной компании, инвестиционного фонда, инвестиционного банка.

Брокер - это физическое или юридическое лицо, выполняющее посреднические функции с валютой, ценными бумагами, товарами и недвижимостью и заключающее сделки от своего имени, но за счет клиента. Операции с ценными бумагами осуществляются брокером на основании договора комиссии или поручения. Доходом брокера являются главным образом комиссионные, т.е. вознаграждение в виде договорного процента от суммы сделки. На фондовых биржах экономически развитых стран помимо брокеров работают также дилеры. Дилер выполняет те же посреднические функции, но за собственный счет, т.е. на свой страх и риск.

Деятельность инвестиционной компании осуществляется по двум основным направлениям: а) организация выпуска ценных бумаг и выдача гарантий по их размещению в пользу третьих лиц; б) операции с ценными бумагами от своего

имени и за свой счет, в том числе путем котировки ценных бумаг, т.е. объявления "цены продавца" и "цены покупателя", по которым компания обязуется продавать и покупать определенные ценные бумаги. Инвестиционные компании формируют свои ресурсы только за счет средств учредителей и эмиссии собственных ценных бумаг, реализуемых юридическим лицам, и не имеют права привлекать средства населения.

Инвестиционный банк (investment banker) - финансовый институт, который специализируется на эмиссии ценных бумаг и их гарантированном размещении.

Инвестиционные банки занимаются продажей корпоративных акций и облигаций. Когда фирма решает привлечь средства, инвестиционный банк обычно скупает все ценные бумаги выпуска, а затем перепродает их инвесторам. Поскольку банки постоянно занимаются соединением предложения и спроса капитала, они размещают выпуски ценных бумаг более эффективно, чем это сделали бы эмитенты. Плата за услуги составляет разницу между суммой, уплаченной компанией, выпустившей ценные бумаги, и полученной за них от покупателей.

Инвестиционный фонд представляет собой акционерное общество открытого типа, аккумулирующее средства мелких инвесторов путем продажи собственных ценных бумаг. Фонд обеспечивает инвестирование собранных средств в ценные бумаги других эмитентов, а также выполняет другие операции на финансовом рынке. Инвестиционные фонды бывают трех типов: открытые, закрытые и чековые. Открытый фонд эмитирует ценные бумаги с обязательством их обратного выкупа; закрытый фонд такого обязательства не дает.

Исключительным видом деятельности инвестиционного фонда является выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложения от имени фонда в ценные бумаги и на банковские счета. Приобретая акции фонда, инвесторы становятся его совладельцами и разделяют в полном объеме весь риск от финансовых операций, осуществляемых фондом. Успешность таких операций отражается в изменении текущей цены акций фонда. Инвестиционный фонд не вправе направлять более 5% своего капитала на приобретение ценных бумаг одного эмитента, а также приобретать более 10% ценных бумаг одного эмитента. Обязательным условием деятельности инвестиционного фонда является наличие в его штате специалиста по работе с ценными бумагами, имеющего квалификационный аттестат Министерства финансов России на право совершения операций с привлечением средств населения.

Инвестиционный институт вправе начать свою деятельность на рынке ценных бумаг только после получения специальной лицензии Министерства финансов России, которая может выдаваться как на отдельный вид деятельности, так и на два или три из следующих видов деятельности: посредника, инвестиционного консультанта, инвестиционной компании.

В последние годы стали создаваться инвестиционные институты других организационных форм, в частности финансовые компании и финансово-промышленные группы. Финансовая компания - это компания, занимающаяся организацией выпуска ценных бумаг, фондовыми операциями и другими финансовыми сделками, например, кредитованием физических и юридических лиц.

Финансово-промышленной группой является группа предприятий, учреждений, организаций, кредитно-финансовых учреждений и инвестиционных институтов, объединение капиталов которых произведено ее участниками в добровольном порядке либо путем консолидации одним из участников группы приобретаемых им пакетов акций других участников. Формирование финансово-промышленной группы может осуществляться путем:

- учреждения участниками группы акционерного общества открытого типа;
- передачи участниками группы находящихся в их собственности пакетов акций, входящих в группу предприятий и учреждений, в доверительное управление одному из участников группы;

- приобретения одним из участников группы пакетов акций других предприятий, учреждений и организаций, становящихся участниками группы.

Процесс формирования финансово-промышленных групп регулируется государством, в частности, путем проведения предварительной экспертизы проекта создания группы, декларирования некоторых ограничений по составу группы, формам собственности участников и др. Создание группы подтверждается записью в Реестре финансово-промышленных групп Российской Федерации.

Одним из важнейших видов финансовых институтов являются депозитарии ценных бумаг. Хранение ценных бумаг может быть организовано либо самим их владельцем, либо с помощью специализированного хранилища ценных бумаг - депозитария. Депозитарная деятельность заключается в предоставлении услуг по хранению ценных бумаг и/или учету прав на эти бумаги.

Депозитарную деятельность могут осуществлять только следующие юридические лица:

- инвестиционные институты (кроме инвестиционных консультантов, инвестиционных фондов и чековых инвестиционных фондов);

- фондовые биржи;

- специализированные депозитарии, занимающиеся исключительно депозитарной деятельностью;

- расчетно-депозитарные организации, осуществляющие как исключительные совместно депозитарную деятельность и деятельность по организации денежных расчетов и клиринга денежных обязательств и требований, возникающих из сделок с ценными бумагами.

Лицо, которое на договорных условиях пользуется услугами депозитария, называется депонентом. В этом случае между депонентом и депозитарием заключается специальный договор, регулирующий их отношения по поводу депозитарной деятельности, называемой договором счета "депо". Счет "депо" представляет собой совокупность записей в учетных регистрах депозитария, необходимых для исполнения последним договора счета "депо" с депонентом.

Хранение ценных бумаг в депозитарии может осуществляться двумя способами: закрытым и открытым. В первом случае депозитарий обязуется принимать и исполнять поручения депонента в отношении любой конкретной ценной бумаги, учтенной на его счете "депо", при наличии у такой бумаги индивидуальных признаков (номер, серия, разряд). Открытый способ хранения ценных бумаг представляет собой способ регистрации прав на взаимозаменяемые ценные бумаги в депозитарии, при котором депонент может давать поручения депозитарию только по отношению к определенному количеству ценных бумаг, учтенных на его счете "депо", без указания их индивидуальных признаков.

Помимо хранения ценных бумаг депозитарий может выполнять следующие функции:

- организация обмена информацией, связанной с владением ценной бумагой, между эмитентом (держателем реестра) и депонентами (клиентами);

- получение доходов по ценным бумагам, хранящимся в депозитарии, с последующим их переводом на счета депонентов;

- учет обременения ценных бумаг депонентов (клиентов) обязательствами, а также их прекращения;

- ведение по договору с эмитентом реестров собственников ценных бумаг, за исключением ценных бумаг, по которым депозитарий выступает номинальным держателем;
- передача сертификатов ценных бумаг по поручению депонентов (клиентов) третьим лицам;
- проверка сертификатов ценных бумаг на подлинность и платежеспособность;
- клиринг по ценным бумагам (вычисление взаимных обязательств и требований по поставке (переводу) ценных бумаг участников операций с ценными бумагами);
- инкассация и перевозка ценных бумаг;
- изъятие из обращения сертификатов ценных бумаг в соответствии с условиями их обращения;
- регистрация сделок с ценными бумагами.

Депозитарная и сопутствующая ей деятельность осуществляется только при наличии лицензии на осуществление такой деятельности, полученной в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте Российской Федерации или уполномоченном ею органе (лицензирующем органе).

Пенсионные и другие подобные фонды создаются для обеспечения доходов людям, прекратившим свою трудовую деятельность, в течение которой они вносили туда деньги так же, как и их работодатели. Фонд куда-либо инвестирует эти средства, а потом или периодически выплачивает накопленные средства уволившемуся работнику, или предоставляет аннуитет. В период накопления поступающие средства налогами не облагаются, вкладчик платит налоги, когда деньги ему возвращаются. Коммерческие банки через свои трастовые отделы, страховые фирмы, а также федеральное правительство, местные администрации и некоторые другие нестраховые организации предлагают свои средства пенсионным фондам. Ввиду того что пассивы пенсионных организаций имеют долгосрочный характер, у фондов есть возможность инвестировать средства в долгосрочные ценные бумаги. Поэтому основная часть инвестиций приходится на корпоративные акции и облигации. Пенсионные фонды на самом деле являются крупнейшими среди институциональных инвесторов держателями корпоративных финансовых инструментов. Хотя наибольшей частью корпоративных ценных бумаг владеют физические лица, в последние годы наблюдалась чистая реализация таких ценных бумаг физическими лицами. А пенсионные и тому подобные фонды на настоящий момент являются основными покупателями ценных бумаг данного вида.

Фонды взаимного кредита тоже вкладывают значительные средства в корпоративные акции и облигации. Они принимают деньги от физических лиц и помещают их в активы специфических видов. Обычно подобный фонд связан с компанией, которая за некоторую плату управляет инвестициями. Каждое физическое лицо владеет определенной долей фонда, зависящей от размера его вклада. В любое время граждане могут продать свои акции, поскольку фонды обязаны их приобретать. Одни фонды помещают свои деньги в обыкновенные акции, другие специализируются на корпоративных облигациях, рыночных, денежных обязательствах, например, краткосрочных коммерческих векселях, выпускаемых корпорациями, или муниципальных ценных бумагах. Инвестиционная политика различных фондов значительно варьируется от политики получения стабильного дохода и обеспечения безопасности вкладчиков до крайне агрессивной погони за прибылью. В любом случае частное лицо получает диверсифицированный портфель инвестиций, управляемый профессионалами.

1.3. Финансовые инструменты

Существуют различные подходы к трактовке понятия "финансовый инструмент". В наиболее общем виде под финансовым инструментом понимается любой контракт, по которому происходит одновременное увеличение финансовых активов одного предприятия и финансовых обязательств другого предприятия.

Под термином "финансовые инструменты" понимаются различные формы краткосрочного и долгосрочного инвестирования, торговля которыми осуществляется на финансовых рынках. К ним относятся денежные средства, ценные бумаги, опционы, форвардные контракты, фьючерсы и свопы.

Финансовые инструменты подразделяются на первичные (денежные средства, ценные бумаги, кредиторская и дебиторская задолженность по текущим операциям) и вторичные, или производные (финансовые опционы, фьючерсы, форвардные контракты, процентные свопы, валютные свопы).

Ценные бумаги - это денежные документы, удостоверяющие права собственности или займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ (эмитенту) и несущему по нему обязательства. Из имеющих хождение на территории России ценных бумаг выделим следующие: акции, долговые ценные бумаги, финансовые фьючерсы, коммерческие бумаги (чеки, коносаменты, закладные, залоговые свидетельства и др.). Специфическим видом ценных бумаг, предназначенных для начального этапа процесса приватизации в России (чековой приватизации), были приватизационные чеки (ваучеры).

В соответствии с законодательством на территории России обращаются следующие виды ценных бумаг:

акции акционерных обществ - любые ценные бумаги, удостоверяющие право их владельца на долю в собственных средствах общества и получение дохода от его деятельности. Акции - финансовые вложения в собственный капитал предприятия с целью получения дополнительного дохода, складывающегося из суммы дивиденда и прироста капитала, вложенного в акции, вследствие роста их цены;

облигации - любые ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа между их владельцем (кредитором) и лицом, выпустившим документ (должником);

государственные долговые обязательства - любые ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа, в которых должником выступают государство, органы государственной власти или управления;

производные ценные бумаги - любые ценные бумаги, удостоверяющие право их владельца на покупку или продажу указанных выше ценных бумаг.

Долговые ценные бумаги представляют собой обязательства, размещенные эмитентами на фондовом рынке для заимствования денежных средств, необходимых для решения текущих и перспективных задач. К ним относятся облигации, депозитные и сберегательные сертификаты банков, государственные краткосрочные обязательства, краткосрочные банковские векселя, казначейские векселя и ноты, векселя, акцептованные банком, долговые сертификаты и др.

Наиболее распространенной формой долговых обязательств является облигация. Это ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с уплатой фиксированного процента, если иное не предусмотрено условиями выпуска.

Различают облигации внутренних государственных и местных займов и облигации хозяйствующего субъекта (акционерное общество, коммерческий банк и др.); первые выпускаются только на предъявителя, вторые могут эмитироваться как именные, так и на предъявителя.

Облигации внутреннего валютного займа Внешэкономбанка (вэбовки) появились 14 мая 1993, когда ВЭБ выдал их предприятиям, имевшим корреспондентские счета, сроком на 1, 3, 6, 10 и 15 лет. Номинал облигации - 1, 10, 100 тыс. долл. Ежегодный доход выплачивается в размере 3% годовых. Вторичный рынок этих бумаг развит относительно слабо ввиду их невысокой доходности. Однако у этих бумаг есть одно выгодное отличие - они котируются на мировых фондовых рынках.

Жилищные сертификаты - одна из разновидностей облигаций с индексируемой номинальной стоимостью, удостоверяющая право их собственника на приобретение квартиры при условии приобретения пакета жилищных сертификатов или получение от эмитента по первому требованию индексированной номинальной стоимости жилищного сертификата. Номинал сертификата устанавливается в единицах от общей площади жилья (не менее 0,1 кв. м), а также в его денежном эквиваленте. В качестве эмитентов могут выступать банки, кредитные учреждения, товарные и фондовые биржи.

Депозитный сертификат представляет собой письменное свидетельство кредитного учреждения (банка-эмитента) о депонировании денежных средств, удостоверяющих право владельца на получение по истечении установленного срока суммы депозита и процентов по нему. Существуют различные виды сертификатов: на именные и на предъявителя; до востребования и срочные. Привлекательность ДС состоит в том, что он может быть передан другому лицу.

Сберегательный сертификат банка имеет тот же механизм действия, как и депозитный сертификат, но предназначен для физических лиц. Сертификат может выдаваться на определенный срок или до востребования. В случае досрочного возврата средств по срочному сертификату по инициативе его владельца выплачивается пониженный процент, величина которого указывается в договоре, заключаемом при вносе денег на хранение.

Вексель представляет собой безусловное письменное долговое обязательство векселедателя уплатить при наступлении срока обозначенную в векселе денежную сумму владельцу векселя (векселедержателю). Как долговое денежное обязательство вексель имеет четыре существенные особенности:

абстрактность, заключающуюся в том, что, возникнув как результат определенной сделки, вексель от нее обособляется и существует как самостоятельный документ;

беспорность, состоящую в том, что векселедержатель свободен от возражений, которые могут быть выдвинуты по отношению к другим участникам вексельного договора;

право протеста, позволяющее векселедержателю в случае, если должник не оплачивает вексель, совершить протест, т.е. на следующий день после истечения даты платежа официально удостоверить факт отказа от оплаты в нотариальной конторе по месту нахождения плательщика;

солидарную ответственность, состоящую в том, что при своевременном совершении протеста векселедержатель имеет право предъявить иск ко всем лицам, связанным с обращением этого векселя, и к каждому из них в отдельности, не будучи принужденным при этом соблюдать последовательность, в которой они обязались.

Векселя могут быть по предъявлению (срок платежа не указан, платеж совершается в момент предъявления векселя) и срочные (с указанием либо

точной даты платежа, либо периода от момента составления векселя, по истечении которого он должен быть оплачен, либо периода от момента предъявления векселя, в течение которого он должен быть оплачен).

Различают векселя простые и переводные. В операции с простым векселем участвуют два лица: векселедатель, обязанный уплатить по векселю, и векселедержатель, имеющий право на получение платежа. Переводной вексель (тратта) выписывается и подписывается кредитором (трассантом) и представляет собой приказ должнику (трассату) об уплате в указанный срок обозначенной в векселе суммы третьему лицу - первому держателю (ремитенту). Переводные векселя получили большее распространение на практике. Переводной вексель может быть передан одним держателем другому посредством специальной передаточной надписи - индоссамент, выполненной индоссантом на оборотной стороне векселя или при нехватке места для передаточных записей на дополнительном листе - аллонже. Посредством индоссамент вексель может циркулировать среди неограниченного круга лиц, превращаясь в средство погашения долговых требований.

Чтобы приказ трассанта имел силу, трассат должен подтвердить свое согласие произвести платеж в указанный в векселе срок. Такое согласие называется акцептом, оформляется надписью на лицевой стороне векселя ("акцептован", "обязуюсь заплатить" и т.п.) и сопровождается подписью трассата. Наиболее ликвидными являются векселя, снабженные гарантией крупных банков в виде специальной надписи на векселе - авалья. Аваль может оформляться либо на лицевой стороне векселя, либо на дополнительном листе, либо в виде отдельного документа. Лицо, совершившее аваль, несет вместе с должником солидарную ответственность за оплату векселя.

Различают казначейские, банковские и коммерческие векселя. Казначейский вексель выпускается государством и представляет собой краткосрочное обязательство государства со сроком погашения три, шесть или двенадцать месяцев. Банковский вексель выпускается банком или объединением банков (эмиссионный синдикат). Доход владельца банковского векселя рассчитывается как разница между ценой погашения, равной номиналу, и ценой продажи, осуществляемой на условиях дисконта. Коммерческий вексель применяется для кредитования торговых операций. В сделке, как правило, используется переводной вексель, а в роли ремитента выступает банк. Процедура обращения трассанта в банк-ремитент с акцептованным векселем с целью получения взамен него денег называется учетом векселя. Сумма кредита, выдаваемая в этом случае банком трассанту, меньше суммы, указанной в векселе; эта разница и составляет доход банка.

Глава 2. ФОРМЫ И ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ

2.1. Эмиссия ценных бумаг

Открытое размещение ценных бумаг. Как правило, крупные компании мобилизуют средства, используя открытый рынок и в частном порядке. При открытом размещении ценные бумаги продают сотням, а зачастую и тысячам инвесторов по формализованным контрактам под контролем федеральных и муниципальных органов. Частное размещение, напротив, происходит среди ограниченного круга инвесторов, иногда это один инвестор, и регулируется гораздо меньшим числом предписаний. Примером такого размещения может служить заем, предоставляемый корпорации группой страховых компаний. Таким образом, эти два вида размещения ценных бумаг различаются в основном по

числу инвесторов, принимающих участие в размещении, и количеству правил, регулирующих размещение.

Когда компания выпускает ценные бумаги в расчете на массового инвестора, она, как правило, пользуется услугами инвестиционного банка. Основная функция банка заключается в приобретении у компании ценных бумаг и последующей перепродаже их инвесторам. За проведение этих операций банк получает разницу между ценой, по которой он приобрел бумаги, и ценой, по которой он продал их инвесторам. Поскольку большая часть компаний редко выходит на открытый фондовый рынок, они не являются специалистами в области размещения ценных бумаг. С другой стороны, инвестиционные банки имеют специалистов, необходимые связи и контакты с организациями, специализирующимися на продаже ценных бумаг, - словом, все, что требуется для успешного осуществления их функций, т.е. сбыта инвесторам ценных бумаг. Так как для инвестиционных банков покупка у компаний ценных бумаг и продажа их инвесторам - основной вид деятельности, цена предоставляемых ими услуг ниже, чем у частных фирм.

Андеррайтинг (underwriting) - инвестиционный банк берет на себя бремя риска, связанного с реализацией ценных бумаг, оплачивая эмитенту всю стоимость выпуска. Бумаги размещает непосредственно андеррайтер (гарант) выпуска.

Инвестиционный банк или группа инвестиционных банков, приобретающая ценные бумаги, осуществляет андеррайтинг выпуска, оплачивая компании всю стоимость выпуска. В момент оплаты компания освобождается от риска, связанного с трудностями реализации бумаг. Если размещение выпуска идет плохо из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры или из-за того, что цены бумаг завышены, убытки несет уже не эмитент, а гарант.

Таким образом, инвестиционный банк страхует, или гарантирует компанию-эмитента от колебаний рыночной конъюнктуры на протяжении периода размещения.

Обычно инвестиционные банковские институты, при поддержке которых компании решают проблемы размещения ценных бумаг, несут бремя, связанное со спецификой операции риска, не в одиночку. Для того чтобы расплыть риск и добиться размещения ценных бумаг наилучшим образом, банк привлекает к участию в продаже выпуска другие инвестиционные банки. Банк, являющийся инициатором привлечения, обычно берет на себя функции управления и координации деятельности группы, а также большую часть обязательств по реализации ценных бумаг. Другие банки образуют синдикат, а их участие в сделке определяется их способностью продать инвесторам бумаги реализуемого выпуска. Традиционный андеррайтинг может осуществляться как на базе конкурентного размещения, так и на договорной основе. При конкурентном размещении компания-эмитент определяет почтовую дату поступления предложений от инвестиционных банков, а конкурирующие синдикаты представляют в этот день свои предложения. Синдикат, условия которого наилучшим образом удовлетворяют требованиям компании, получает право на размещение выпуска. При выпуске на договорной основе компания-эмитент выбирает инвестиционный банк, а затем обговаривает с ним детали будущего соглашения. Они совместно устанавливают и стоимость ценной бумаги, и срок ее погашения. В зависимости от объема сделки инвестиционный банк может привлечь к участию в ней другие банки с целью разделить риск и работать для реализации бумаг. Во всех случаях принятие банком на себя бремени риска компенсируется получением дохода, равного разнице цен подписки и продажи ценных бумаг.

Компенсация инвестиционных банков. Чтобы проиллюстрировать получение компенсации инвестиционными банками, обратимся к конкретному примеру. На рис. 2.1 <*> отражены особенности облигационного выпуска. Выпуск размещал синдикат, состоящий из восьми подписчиков во главе с инициатором размещения, банком Hendershott, Kane and Kaufman. Доля последнего в общем объеме размещения была наибольшей, 22,5 млн долл. Доли остальных банков варьировали от 15 млн долл. до 2 млн долл. На рисунке мы видим, что синдикат купил облигации компании по цене 74 156 250 долл. за выпуск, или 988,75 долл. за одну облигацию. В свою очередь, он установил продажную цену облигаций на уровне 997,50 долл. за одну облигацию, или 74 812 500 долл. за весь выпуск. Разница в 8,75 долл. в расчете на одну облигацию, или 656 250 долл. в общей стоимости выпуска, представляет собой комиссионное вознаграждение синдиката за принятие на себя риска и всех остальных расходов по размещению выпуска.

<*> Рисунок не приводится.

Из разницы 8,75 долл. в расчете на одну облигацию 3,75 долл., или 43%, представляют собой общий доход от андеррайтинга. Часть этого дохода принадлежит банку - инициатору проведения андеррайтинга (менеджеру синдиката). В нашем примере менеджер получил вознаграждение 100 000 долл., что составляет примерно 15% общей прибыли от операции. После продажи облигаций общая прибыль от размещения за вычетом расходов и вознаграждения банка-менеджера распределяется между остальными банками в зависимости от степени их участия в операции.

Следует заметить, что объем прибыли на каждого взятого в отдельности члена синдиката невелик, как и вознаграждение банка-менеджера. В нашем примере он составляет менее 2 долл. на одну облигацию.

Что касается риска, связанного с андеррайтингом, каждый член синдиката несет ответственность за свою долю нереализованных ценных бумаг вне зависимости от того, сколько ценных бумаг продал каждый его член. Например, если доля члена синдиката в предложении бумаг составляет 20% общего количества в 40 000 облигаций, то в случае, когда на срок окончания действия синдиката остаются непроданными 10 000 акций, этот член несет ответственность за остаток в 2000 облигаций. Степень его ответственности не зависит от числа облигаций, проданных данным банком ранее.

Основной доход инвестиционный банк - член синдиката получает от продажи ценных бумаг инвесторам. Как мы уже упоминали, инвестиционные банки объединяются в синдикаты, а доля их участия в операции по размещению зависит главным образом от способности банка размещать ценные бумаги эмитента. За выполнение этой функции банк получает комиссионное вознаграждение.

Например, при размещении ценных бумаг коммунальной службы Северной Каролины комиссионное вознаграждение составляло 5 долл. в расчете на одну облигацию, или 57% общей разницы цен предложения и размещения облигаций, равной 8,75 долл. Последним звеном в цепи размещения может быть как член синдиката, так и опытный сторонний дилер. Однако на полное комиссионное вознаграждение может рассчитывать только член синдиката. Сторонний дилер вынужден перекупать облигации у члена синдиката, и поэтому он может рассчитывать лишь на дилерское вознаграждение, которое уступает по величине полному. В нашем примере вознаграждение стороннего дилера составляло 2,50 долл. за облигацию при полном комиссионном вознаграждении, равном 5,00 долл.

Размещение, когда банк прилагает максимальные усилия (best efforts offering), - размещение ценных бумаг, при котором инвестиционный банк берет на

себя обязательство приложить все усилия для продажи максимально возможного числа бумаг нового выпуска. Гарантия продажи, имеющая место в случае андеррайтинга, отсутствует.

Вместо андеррайтинга нового выпуска ценных бумаг инвестиционные банки могут взяться за продажу выпуска на условиях приложения максимальных усилий для его размещения. При заключении такого соглашения инвестиционный банк обязуется продать столько ценных бумаг, сколько он сможет при заданной цене. Он не несет финансовой ответственности за нереализованные ценные бумаги. Другими словами, инвестиционный банк не подвергается никакому риску. Часто инвестиционные банки не идут на гарантию выпуска ценных бумаг небольших компаний со средним технологическим уровнем производства. Для таких компаний размещение бумаг на условиях приложения максимальных усилий может оказаться единственной альтернативой.

Создание рынка. Иногда банк-андеррайтер (гарант) выпуска после его размещения создает для новых бумаг вторичный рынок. С точки зрения инвесторов, при первом публичном размещении новых бумаг создание вторичного рынка является очень важным аспектом. В процессе создания рынка гарант контролирует число обращающихся бумаг, проводит котировки цен предложения и спроса на них и всегда готов к тому, чтобы купить и продать бумаги по этим ценам. Эти котировки базируются на основных параметрах спроса и предложения этих бумаг. При наличии вторичного рынка, на котором можно свободно купить или продать новую бумагу, последняя становится намного более привлекательной для инвестора, поскольку она в этом случае ликвидна; в конечном счете это повышает эффективность первичного размещения бумаги.

Привилегированная подписка (privileged subscription) - продажа фирмой ценных бумаг своим акционерам. Известна также как право приобретения акций на льготных условиях.

Вместо того чтобы распространять очередной выпуск своих ценных бумаг среди новых инвесторов, многие фирмы сначала предлагают приобрести эти бумаги своим акционерам посредством привилегированной подписки. Такое размещение называют еще приобретением бумаг на льготных условиях. Часто согласно уставу корпорации требуется, чтобы новый выпуск обыкновенных акций или ценных бумаг, конвертируемых в обыкновенные акции, предлагался в первую очередь акционерам, поскольку они обладают преимущественным правом на покупку новых ценных бумаг.

Преимущественное право (preemptive right) - предоставленное акционерам право на покупку новых выпусков ценных бумаг, конвертируемых в обычные акции корпорации с целью сохранения их относительной доли в стоимости компании.

Согласно преимущественному праву акционеры компании имеют возможность сохранить свою долю в стоимости компании. Если корпорация проводит дополнительные выпуски обыкновенных акций, то акционерам предоставляется внеочередное право подписки на эти акции для того, чтобы сохранить пропорциональное соотношение величин их пакетов акций компании. Допустим, вы владеете 100 акциями корпорации, принимающей решение об осуществлении нового размещения акций с целью увеличить их число на 10%. Если вы обладаете преимущественным правом, компания должна предоставить вам возможность приобрести еще 10 акций с тем, чтобы вы могли сохранить принадлежащую вам долю стоимости компании.

Частное размещение. Помимо реализации ценных бумаг по открытой подписке или распределения их среди своих акционеров по привилегированной подписке, компания может продать весь выпуск одному институциональному инвестору или небольшой группе таких инвесторов. Эта разновидность

размещения ценных бумаг известна как частное, или прямое размещение, т.е. компания ведет непосредственно с инвестором переговоры об условиях продажи, не прибегая к услугам гаранта. В дальнейшем мы сосредоточимся на рассмотрении частного размещения долговых обязательств. Финансирование собственного капитала при участии владельцев венчурного капитала будет обсуждаться позднее.

Одним из наиболее часто упоминаемых достоинств частного размещения является быстрота выполнения сторонами их обязательств. Открытое размещение должно быть зарегистрировано, для этого необходимо подготовить и отпечатать документы, кроме того, ведутся длительные переговоры; все это требует времени. К тому же при размещении выпуска по открытой подписке всегда присутствует риск, связанный со временем размещения. При частном размещении условия могут быть приведены в соответствие с потребностями заемщика, а финансирование может быть осуществлено очень быстро.

Так как частное размещение долговых обязательств регулируется договором с инвестором, время размещения не является критической проблемой. Тот факт, что в соглашении участвует только один инвестор или небольшая их группа, может оказаться привлекательным и в том случае, когда необходимо изменить условия размещения. Вести дела с одним инвестором намного проще, чем с большой группой. В этом отношении один из возможных недостатков частного размещения - в том, что одиночный инвестор может намного детальнее контролировать деятельность компании, чем доверенное лицо при размещении по открытой подписке.

Еще одно достоинство частного размещения долговых обязательств - сам факт предоставления займа не всякий раз свершается сразу после заключения соглашения. Компания может заключить соглашение и получить таким образом фиксированный заем на определенный период. За полученный невозобновляемый кредит заемщик платит определенную комиссию. Такие соглашения обеспечивают компании определенную гибкость в отношении времени фактического получения кредита: она берет заем только тогда, когда возникает потребность в средствах. Кроме того, так как частное размещение не подлежит обязательной регистрации, компания избегает нежелательной огласки некоторой информации, касающейся ее деятельности, открытое предоставление которой входит в число требований, предъявляемых к компании.

Частные размещения дают возможность средним, а иногда и мелким компаниям продать облигации, которые они не могут распространить на открытом рынке из-за очень больших издержек размещения. Если такая компания достаточно надежна, институциональные инвесторы охотно вкладывают капитал в ее облигации.

Издержки выпуска. При сравнении частного размещения и размещения на открытом рынке необходимо рассмотреть 2 вида затрат: первоначальные (стартовые) издержки и затраты на выплату процентов. Поскольку при частном размещении переговоры, как правило, ведутся непосредственно между заемщиком и заимодавцем, в этом случае отсутствуют разного рода издержки реализации и гарантийные издержки, за исключением затрат на оплату услуг инвестиционного банка, с которым компания обычно консультируется по поводу планирования и проведения эмиссии. Несмотря на наличие этого вида издержек, суммарные первоначальные издержки при частном размещении значительно ниже, чем при размещении на открытом рынке.

Вторым видом издержек при частном размещении являются затраты на выплату процентов. Отдельные исследования показывают, что доход, который приносят кредиторам частные размещения, выше, чем их доход от размещения

на открытом рынке. В дополнение к выплате процентов институциональные инвесторы иногда требуют от компании ввести дополнительные условия выпуска, повышающие привлекательность этих обязательств, например, акционерных warrants. Хотя точные издержки выпуска такого warранта измерить довольно трудно, они, несомненно, являются заметной прибавкой к общей сумме издержек частного размещения. При эмиссии компанией долгосрочных обязательств общие издержки частного размещения, по-видимому, несколько превышают издержки открытого предложения обязательств (первоначальные плюс издержки по выплате процентов). Более того, разница в объеме издержек может со временем изменяться вместе с изменением процентных ставок. На практике превышение общих затрат на частное размещение издержек публичного размещения должно быть сбалансировано субъективной и объективной ценностью для компании тех достоинств частного размещения, о которых мы говорили выше.

Информационный эффект. Объявление компанией эмиссии ценных бумаг может оказать значительное информационное воздействие, вызывающее определенную реакцию у рынка. Отсеив случайные колебания рынка, ученые обнаружили, что существует негативная ценовая реакция рынка на эмиссию акций или конвертируемых в акции ценных бумаг. Объявления о прямом займе и о выпуске привилегированных акций не вызывают сколько-нибудь значительного отклонения в рыночных котировках. Типичная реакция на выпуск акций изображена на рис. 2.1 <*>, где по горизонтали отложены дни, непосредственно предшествовавшие эмиссии и следовавшие за ней, а по вертикали - средняя общая доходность акций после устранения влияния других факторов, определяющих общие тенденции рыночной динамики. Как видно из рисунка, в период, непосредственно предшествовавший объявлению об эмиссии и следовавший за ним, наблюдается отчетливая тенденция к снижению рыночной стоимости акций, в количественном выражении составляющая 3%.

<*> Рисунок не приводится.

Существует несколько возможностей объяснения этого феномена. С одной стороны, объявление об эмиссии может дать нам некоторую информацию, связанную с изменением в будущем движения средств компании. Когда компания объявляет о выпуске ценных бумаг, это может означать, что данные средства пойдут на инвестиции в активы или сокращение задолженности, на выкуп акций или увеличение дивидендов, а может быть, и на восполнение текущего недопоступления средств. Если потребность в наличности компании есть вследствие недостатка текущих средств, это плохая новость для акционеров, и, соответственно, в результате может пострадать цена акций компании на рынке.

Вторым аспектом информационного влияния объявления об эмиссии на рынок является асимметричность информации, доступной руководству компании, с одной стороны, и инвесторам - с другой. Суть в том, что потенциальные инвесторы средств в ценные бумаги имеют меньше информации, чем руководство компании, а руководство стремится провести эмиссию ценных бумаг в тот момент, когда оценка их стоимости рынком будет выше, чем его собственная оценка.

2.1.1. Эмиссия акций

Существуют различные методы привлечения средств инвесторов для организации или расширения деятельности предприятия. В условиях рыночной экономики основным из них является эмиссия долговых и долевых ценных бумаг. Выпуск ценных бумаг в обращение (эмиссия) осуществляется:

- при учреждении акционерного общества и продаже акций его учредителям (владельцам);
- при увеличении размеров первоначального уставного капитала путем дополнительного выпуска акций;
- при привлечении заемного капитала путем выпуска облигаций хозяйствующего субъекта.

В мировой практике известны различные способы выпуска акций. Коротко охарактеризуем основные из них.

Наиболее распространенным методом эмиссии является размещение акций через инвестиционные институты, которые покупают весь выпуск и затем продают его по фиксированной цене физическим и юридическим лицам (Offer for Sale Method). Именно этот метод применяется чаще всего, когда происходит приватизация предприятия.

Следующий способ - продажа непосредственно инвесторам по подписке - отличается от предыдущего тем, что промежуточная продажа всего выпуска акций инвестиционному институту не производится (Offer by Subscription Method или Public Issue by Prospectus Method). Компания, распространяющая свои акции, в этом случае полагается на собственные силы - готовит хороший проспект, проводит широкую рекламу и т.п. Считается, что только процветающие компании с хорошей репутацией могут позволить себе этот метод.

Еще один распространенный способ - тендерная продажа (Issue by Tender Method). В этом случае один из нескольких инвестиционных институтов покупает у заемщика весь выпуск по фиксированной цене и затем устраивает торг (аукцион), по результатам которого устанавливают оптимальную цену акции. Рассмотрим простейший пример.

При небольших выпусках акций наиболее популярным является метод размещения акций брокером у небольшого числа клиентов (Placing Method). В этом случае снижаются расходы заемщика по размещению акций (например, нет расходов, связанных с подпиской на акции). Как правило, величина капитала, привлекаемого таким образом, ограничивается; если компания намерена выпустить акций на большую сумму, она должна пользоваться другими методами.

Согласно российскому законодательству, эмиссия ценных бумаг может осуществляться одним из двух способов:

а) частное размещение без публичного объявления и проведения рекламной кампании среди заранее известного ограниченного числа инвесторов (до 100 включительно) во все время обращения данных ценных бумаг или на сумму не более 50 млн руб.;

б) открытая продажа с публикацией и регистрацией проспекта эмиссии среди потенциально неограниченного числа инвесторов или на сумму более 50 млн руб.

2.1.2. Эмиссия облигаций

Виды облигаций и их рейтинг. При необходимости привлечения значительных денежных ресурсов (для финансирования крупных проектов, покрытия текущих расходов и т.д.) государство, муниципалитеты, банки и другие финансовые институты, а также отдельные компании или их объединения часто прибегают к выпуску и продаже облигаций. Под облигацией понимается ценная бумага, свидетельствующая о том, что ее держатель предоставил заем эмитенту этой бумаги. Облигация обеспечивает ее владельцу некоторый доход - в большинстве случаев он регулярно получает проценты (по купонам) и в конце срока выкупную цену.

Облигации (bonds) являются наиболее распространенным видом ценных бумаг с фиксированным доходом (fixed income securities).

Основные параметры облигации: номинальная цена, или номинал (face value), выкупная цена (redemption value) или правило ее определения, если она отличается от номинала, дата погашения (date of maturity), норма доходности, или купонная процентная ставка (coupon rate), даты выплат процентов и дата погашения. В современной практике выкуп по номиналу является преобладающим. Выплаты процентов обычно производятся ежегодно, по полугодиям или поквартально.

Виды облигаций. В практике применяются облигации различных видов. Отсутствие в России достаточного опыта выпуска облигаций не позволяет привести развернутую их классификацию. Что касается зарубежных облигаций, то для них можно предложить классификацию по следующим признакам.

а. По методу обеспечения:

- государственные и муниципальные облигации, выплаты по которым обеспечиваются гарантиями государства или муниципалитета;

- облигации частных корпораций (corporate bonds), которые обеспечиваются залогом имущества, передачей прав на недвижимость, доходами от различных программ и проектов;

- облигации частных корпораций без специального обеспечения (corporate debentures).

б. По сроку:

- с фиксированной датой погашения (term bonds);

- без указания даты погашения, или бессрочные (perpetuities), точнее, эмитент не связывает себя конкретным сроком, соответственно, облигации могут быть выкуплены в любой момент. Примерами таких облигаций могут служить консоли в Великобритании (выпущены во время войны с Наполеоном), французская рента.

в. По способу погашения номинала (выкупа облигации):

- разовым платежом (bullet bonds);

- распределенными во времени погашениями оговоренной доли номинала;

- последовательным погашением доли общего количества облигаций: соответствующие облигации называются серийными (serial bonds); часто этот метод погашения осуществляется с помощью лотерей (лотерейные или тиражные займы).

г. По методу выплаты дохода:

- выплачиваются только проценты, срок выкупа не оговаривается (см. бессрочные облигации);

- выплата процентов не предусматривается; так называемые облигации с нулевым купоном (zero coupon bonds);

- проценты выплачиваются вместе с номиналом в конце срока, например, в США это сберегательные облигации серии EE (saving bonds series EE);

- периодически выплачиваются проценты, а в конце срока - номинал или выкупная цена; этот вид облигаций является преобладающим.

Частные корпорации иногда выпускают облигации с "плавающей" процентной ставкой, уровень которой ставится в зависимость от каких-либо внешних условий.

Облигации являются важным объектом долгосрочных инвестиций. С момента их эмиссии и до погашения они продаются и покупаются на кредитно-денежном рынке по рыночным ценам. Рыночная цена в момент выпуска может быть равна номиналу (at par), ниже номинала, или с дисконтом (discount bond), и выше номинала, или с премией (premium bond). Нетрудно догадаться, что премия -

"переплата" за будущие высокие доходы, а дисконт - скидка, связанная с низкими доходами от облигации.

Различают два вида рыночных цен. Облигации реализуются по так называемой грязной, или полной, цене (*dirty, full, gross price*), которая включает не только собственно цену облигации, но и сумму процентов за период после последней их выплаты и до момента продажи (*accrued interest*). Рыночная цена за вычетом суммы начисленных процентов называется чистой (*clean, flat price*). Во всех приведенных в главе расчетах фигурирует именно эта цена.

Определенное значение имеет наличие оговорки о запрете досрочного выкупа облигации эмитентом (*call protection*). Наличие права досрочного выкупа снижает качество облигации, так как повышает степень неопределенности для инвестора. Более того, в случаях, когда облигация куплена с премией, досрочный ее выкуп заметно сокращает доходность инвестиции.

Поскольку номиналы у разных облигаций существенно различаются между собой (например, в США облигации выпускаются с номиналами от 25 до 100 000 долл.), то часто возникает необходимость в сопоставимом измерителе рыночных цен. Таким показателем является курс (*quote, quoted price*). Под курсом понимают цену одной облигации в расчете на 100 денежных единиц номинала.

$$K = P / N (\%),$$

где К - курс облигации;

Р - рыночная цена;

Н - номинал облигации.

Например, если облигация с номиналом 10 000 руб. продается за 9700 руб., то ее курс составит 97.

Доход от облигации состоит из двух основных слагаемых:

- периодически получаемых по купонам процентов;

- разности между номиналом и ценой приобретения облигации (*capital gain*), если последняя меньше номинала; разумеется, если облигация куплена с премией, то эта разность отрицательна (*capital loss*), что, естественно, сокращает общий доход.

Облигации по степени надежности выплат процентов и номинала относят к одной из девяти категорий; для этого применяются обозначения AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, или - Aaa, Aa и т.д. Наивысшими по качеству являются облигации AAA (Aaa).

Доходность облигаций. Доходность облигаций характеризуется несколькими показателями. Различают купонную (*coupon rate*), текущую (*current, running yield*) и полную доходность (*yield to maturity, redemption yield, yield*).

Купонная доходность определена при выпуске облигации и, следовательно, нет необходимости ее рассчитывать. Текущая доходность характеризует отношение поступлений по купонам к цене приобретения облигации. Этот параметр не учитывает второй источник дохода - получение номинала или выкупной цены в конце срока. Поэтому он непригоден при сравнении доходности разных видов облигаций. Достаточно отметить, что у облигаций с нулевым купоном текущая доходность равна нулю. В то же время они могут быть весьма доходными, если учитывать весь срок их "жизни".

Эмиссия облигаций. Облигации выпускаются именные или на предъявителя (купонные), процентные или беспроцентные (целевые под товар или услуги), свободно обращающиеся или с ограниченным кругом обращения. Принадлежность именной облигации конкретному владельцу, а также ее передача или отчуждение другим способом подлежат регистрации. Как правило, эти

функции выполняет уполномоченный агент эмитента, чаще всего - коммерческий банк. Владельцы именных облигаций получают сертификат - документ, свидетельствующий о праве лица на обладание указанными в нем долговыми обязательствами. Специальный учет облигаций на предъявителя не ведется.

Бланк облигации содержит следующие основные реквизиты:

наименование ценной бумаги - "облигация"; наименование эмитента; вид облигации; номинальную цену; дату выпуска; имя держателя (для именных облигаций); срок погашения; уровень и условия выплаты процента (для процентных облигаций); наименование товара или услуги, под которые выпущена облигация (для беспроцентных облигаций), подпись уполномоченного лица.

В отличие от акций, облигации хозяйствующих субъектов не дают их владельцам права на участие в управлении акционерным обществом, но тем не менее являются привлекательным средством вложения временно свободных средств. Это обусловливается несколькими обстоятельствами.

Во-первых, в отличие от акций, облигации приносят гарантированный доход.

Во-вторых, облигации принадлежат к группе легко реализуемых активов и при необходимости легко превращаются в наличные денежные средства.

В-третьих, выплата процентов по облигациям акционерного общества производится в первоочередном порядке, т.е. до начисления дивидендов по акциям; в случае ликвидации общества держатели облигаций также имеют преимущественное право перед акционерами.

В-четвертых, инвестирование средств в государственные облигации дает определенные налоговые льготы (доход по этим ценным бумагам не облагается налогом, налог на операции с государственными облигациями взимается в уменьшенном размере, облигации можно использовать в качестве залога при получении кредита и др.).

Доход по процентным облигациям выплачивается путем оплаты купонов к облигациям. Выплата может осуществляться ежегодно либо единовременно при погашении займа путем начисления процентов к номинальной стоимости. Купон - часть облигационного сертификата, которая при отделении от сертификата дает владельцу право на получение процента (дохода), размер и дата получения которого обозначены на купоне. По облигациям целевых займов проценты не выплачиваются, а ее владелец получает право на приобретение соответствующих товаров или услуг, под которые выпущены займы.

Долговое финансирование или выпуск акций? Самое принципиальное решение о привлечении финансирования, которое должно принять предприятие - это то, на какой основе оно хочет привлечь финансирование: на долговой (кредиты, облигации), долеговой (акции) или использовать некую гибридную форму.

На выбор решения о привлечении финансирования на долговой или на долеговой основе влияют следующие факторы:

1. Уровень процентных ставок. От того, какие в данный момент процентные ставки на финансовом рынке, зависит то, на каких условиях предприятие сможет привлечь долговое финансирование. Естественно, привлечение долгового финансирования выглядит привлекательнее при низких процентных ставках.

2. Текущее состояние рынка акций. При благоприятной конъюнктуре рынка акций предприятие может разместить свои акции по более высоким ценам, чем в периоды спада фондового рынка. Теоретически уровень цен на акции также увязан с уровнем процентных ставок в экономике, поскольку чем выше процентные ставки, тем ниже оценивают инвесторы будущие доходы по акциям и тем ниже должны быть цены акций. Однако на практике эта взаимосвязь может быть не столь прямолинейной. Поэтому в какие-то моменты выпуск облигаций

может становиться сравнительно более привлекательным, чем выпуск акций, и наоборот.

3. Круг инвесторов, которых хочет привлечь предприятие. В определенных случаях для предприятия безразлично, кто будет источником привлеченных средств. В других ситуациях это не так. Например, предприятие может разместить облигационный заем среди широкого круга инвесторов или осуществить эмиссию крупного пакета акций и целиком продать его крупному, "стратегическому" инвестору. Во втором случае предприятию, возможно, будет легче привлечь дополнительные ресурсы за счет этого же инвестора. С другой стороны, в этом случае владельцам предприятия необходимо смириться с полной или частичной утратой контроля.

Конвертируемые облигации. Большой интерес для российских предприятий может представлять выпуск конвертируемых облигаций, поскольку в определенных случаях это позволяет использовать положительные стороны как долевого, так и долгового финансирования. Это обусловливается тем, что подавляющее большинство участников фондового рынка убеждено в долгосрочной повышательной тенденции цен российских акций. Но риски, ассоциируемые с инвестированием в акции, неприемлемы для большинства инвесторов. А выпуск конвертируемых облигаций позволяет этих рисков избежать. Кроме того, как уже отмечалось, повышенный спрос на конвертируемые облигации со стороны инвесторов может быть связан с практическим отсутствием в стране рынка производных ценных бумаг (рынка опционов в стране не существует).

Как мы уже отмечали, под понятием "конвертируемая облигация" в России обычно понимается достаточно специфический вид таких облигаций, который предусматривает обязательную конвертацию и не предусматривает купонных выплат. Однако выпуск таких облигаций фактически является вариантом выпуска акций с отсроченной поставкой. Очевидно, перспективен может быть именно выпуск традиционных конвертируемых облигаций, привлекательность которых для инвестора обусловливается именно наличием опциона, т.е. права выбора - осуществлять или не осуществлять конвертацию.

Положительные стороны выпуска конвертируемых облигаций для эмитента:

1. Фиксация минимальной цены, по которой будет произведено размещение акций. Таким образом, предприятие имеет возможность установить минимальную цену, ниже которой оно акции размещать не будет.

2. Снижение процентных платежей по облигациям.

Выпуск конвертируемых облигаций может быть интересен для следующих предприятий:

1. Акции предприятия торгуются в торговых системах и имеют признанную котировку.

2. Существует достаточно большое число инвесторов, интересующихся приобретением акций предприятия. Если в настоящее время спрос на акции обусловлен действиями 1 - 2 инвесторов, желающих купить акции по сравнительно низким ценам, то выпуск конвертируемых акций вряд ли будет востребован рынком.

3. Существуют основания предполагать возможность роста акций до уровня цен, делающих конвертацию выгодной для инвесторов. В противном случае инвесторы будут рассматривать данную ценную бумагу как обыкновенную облигацию и требовать соответствующую процентную ставку.

Однако при выпуске конвертируемых облигаций предприятие должно иметь в виду, что при существенном росте цен на акции предприятию придется реализовать акции по цене, которая будет значительно меньше рыночной.

Облигации или банковский кредит? Вплоть до настоящего времени банковские кредиты были фактически основным источником долгового финансирования для российских предприятий. Банковский кредит имеет ряд преимуществ:

1. Сравнительная простота технологии получения.

2. Возможность получения кредита по схеме, учитывающей конкретные потребности предприятия. Например, предприятие может подписать с банком договор о предоставлении кредитной линии в определенных пределах, однако при этом предприятие реально будет занимать деньги только по мере необходимости.

Однако и выпуск облигаций имеет ряд потенциальных преимуществ. Не все эти преимущества реально актуальны для российских предприятий, тем не менее укажем основные достоинства выпуска облигаций:

1. Облигационные займы обычно дешевле банковских кредитов.

2. Выпуск облигационных займов может позволить предприятию привлечь значительно большие ресурсы.

В настоящее время, как уже указывалось, российские банки практически не располагают значительными кредитными ресурсами. Однако для крупных надежных предприятий, особенно имеющих в составе акционеров иностранных инвесторов, целесообразным может быть получение кредита в иностранном банке. Тем не менее облигационный заем дает предприятию перспективу иметь в будущем сравнительно дешевый и существенный источник заемных средств.

Вывод: кому, когда и зачем выпускать облигации. Говоря о выпуске облигаций, необходимо повториться, что облигации могут выпускаться далеко не всеми предприятиями. Повторим, каким критериям должны удовлетворять предприятия, желающие провести размещение облигационных займов на российском рынке:

1. Выпуск облигации целесообразен при привлечении достаточно больших объемов финансирования. Публичный выпуск облигаций сопряжен с расходами на уровне минимум 15 тыс. долл. + 2 - 3% от объема выпуска. Поэтому минимальная сумма, которую есть смысл привлекать посредством выпуска облигаций, составляет не менее 1 - 2 млн долл. Выпуск облигаций, таким образом, может рассматриваться только крупными предприятиями.

2. Эмитент облигаций (при их публичном размещении) должен быть прибыльным в настоящий момент (по крайней мере, не убыточным) предприятием. Кроме того, предприятие должно иметь высокую составляющую "живых" денег в своих поступлениях. В настоящее время инвесторы как никогда заинтересованы в надежности, и предприятие действительно должно иметь показатели, однозначно указывающие на то, что при любом варианте развития событий оно сможет погасить свои облигации. В противном случае облигации просто не будут приобретаться инвесторами.

3. Эмитент облигаций должен иметь конкретную инвестиционную программу, на реализацию которой планируется направить привлеченные средства. Инвесторы будут требовать реального проекта, под который выпускаются облигации.

4. Эмитент облигаций, желательно, должен быть достаточно хорошо известным широкому кругу потенциальных инвесторов.

Если предприятие этим критериям удовлетворяет, есть смысл рассматривать облигации как вариант привлечения средств. Однако это еще не означает, что данный вариант является оптимальным. Напомним основные преимущества облигаций перед альтернативными вариантами:

1. Облигации дают возможность привлечь средства по более низкой ставке процента, чем банковский кредит.

2. Выпуск облигаций не связан с опасностью частичной или полной утраты контроля над предприятием, как при выпуске обыкновенных акций.

Но выпуск облигаций имеет и ряд недостатков:

1. Выпуск облигаций сопряжен с большими накладными расходами, чем получение банковского кредита.

2. При публичном размещении облигаций у предприятия появляется много кредиторов. При возникновении сложностей договориться с ними гораздо сложнее, чем с одним банком, в котором взят кредит.

3. По сравнению с акциями заемные средства имеют один, но существенный недостаток: их необходимо возвращать. Как гласит народная мудрость, "в долг берет чужие и на время, а возвращают свои и навсегда..."

Дать какую-то четкую, однозначную рекомендацию, когда есть смысл проводить выпуск облигаций, практически не представляется возможным. Можно лишь указать общие соображения, которые свидетельствуют в пользу выпуска облигаций:

Выпуск облигаций обычно применяется для финансирования достаточно крупных, долгосрочных инвестиционных программ, сопряженных с низким или умеренным уровнем риска.

Если говорить о конкретных российских условиях, то выпуск облигаций есть смысл применять для привлечения финансирования в размере от 1 - 2 млн долл. в целях реализации инвестиционных программ на срок до 3 - 5 лет, сопряженных с низким или умеренным уровнем риска.

Для российских предприятий в настоящее время выпуск облигаций может представлять интерес не столько как источник быстрого получения сравнительно дешевых заемных средств, сколько как перспектива получить такой источник в будущем. Первый выпуск облигаций может и не дать предприятию ощутимой экономии по сравнению с получением банковского кредита. Однако выпуск облигаций сейчас даст возможность предприятию в будущем действительно привлекать средства дешевле и в большем объеме, чем через банки. То есть само решение осуществить выпуск облигаций может рассматриваться как своеобразная инвестиция.

Еврооблигации: pro & contra. Ряд российских предприятий в 1997 - начале 1998 г. прибегал к выпуску облигаций на международном финансовом рынке (еврооблигаций). Тому был ряд причин и, прежде всего, значительно более низкие процентные ставки, которые были в тот момент на рынке еврооблигаций по сравнению с процентными ставками на внутреннем финансовом рынке. Какие факторы могут быть приведены в пользу выпуска еврооблигаций:

1. Возможность при определенных условиях привлечь финансирование под более низкий процент.

2. Возможность привлечь значительный объем средств, измеряющийся сотнями миллионов долларов.

3. Возможность привлечь средства в различных иностранных валютах. Как уже упоминалось, на рынке еврооблигаций обращаются облигации, номинированные в различных денежных единицах, как часто используемых (USD, DEM, JPY, GBP), так и сравнительно "экзотических" (например, существуют еврооблигации, номинированные в чешских кронах, польских злотых и др.).

При этом, однако, у выпуска еврооблигаций существуют и определенные недостатки:

1. Выпуск еврооблигаций сопряжен с достаточно большими затратами, и размер выпуска, начиная с которого он становится целесообразен, составляет не менее 50 - 100 млн долл.

2. Для того чтобы компания могла выпускать облигации, у нее обычно должен быть кредитный рейтинг от одного, а желательно нескольких рейтинговых агентств. При этом в большинстве случаев кредитный рейтинг компании не может превышать кредитного рейтинга государства, в котором эта компания находится. Размещение облигаций без рейтинга возможно, но ценообразование на облигации частного заемщика обычно происходит на базе процентных ставок, сложившихся по облигациям суверенного эмитента, т.е. в любом случае процентные ставки, на которые может рассчитывать компания, зависят от уровня доходности по государственным облигациям.

3. В продолжение п. 2 можно указать, что заемщики из стран с высоким политическим риском, даже являющиеся исключительно надежными предприятиями, имеют проблемы с тем, чтобы убедить в своей надежности инвесторов. Это связано с уже упоминавшейся проблемой "асимметричной информации".

Выбор параметров облигаций при их размещении на российском рынке.

К параметрам облигаций относятся срок обращения, форма выпуска (дисконтная/купонная, именная/предъявительская и т.д.) и процентная ставка. При выпуске ценных бумаг предприятие сталкивается с тем, что может существовать определенное несоответствие между параметрами, устраивающими предприятие, и требованиями инвесторов. Например, инвестиционная программа предприятия может быть рассчитана на 5 лет, а разместить облигации в настоящее время на срок более 3 лет может быть достаточно сложно. Предприятие может быть заинтересовано в выпуске дисконтных облигаций, но инвесторы предпочитают получать купонный доход. В реальности предприятие в определенной степени подстраивается под рынок, поэтому перед выбором параметров облигации необходимо оценить, какие облигации будут пользоваться наибольшим спросом инвесторов. Как уже отмечалось в ч. 2, наибольшие перспективы в России имеют облигации со следующими параметрами:

1. Именные бездокументарные облигации.

2. Имеющие переменную ставку купона и привязку номинала облигации к валютному эквиваленту или к постоянным ценам (индексирование с учетом инфляции).

3. Облигации с put-опционом, дающие инвестору право продать их по номинальной стоимости в определенные моменты времени.

Срок обращения облигаций. При выборе срока, на который размещаются облигации, предприятие обычно находится перед дилеммой: размещать облигации на короткий срок под меньший процент и нести больший риск или размещать облигации на более длительный срок, что повышает процентную ставку, но уменьшает риск. Как было рассмотрено ранее, на выбор срока размещения облигаций оказывают влияние следующие факторы:

1. Разница в доходности краткосрочных и долгосрочных облигаций;

2. Кредитный рейтинг фирмы;

3. Размер фирмы;

4. Перспективы развития фирмы.

Предприятие в определенной степени ограничено в предельных сроках заимствований тем, какие по сроку облигации уже обращаются на рынке. Если на рынке отсутствуют облигации такого длительного срока, который нужен предприятию, то разместить облигации будет очень трудно, если только предприятие не обладает исключительно высоким кредитным рейтингом. Это

особенно актуально в российских условиях, поскольку в данный момент рынок среднесрочных и долгосрочных облигаций фактически отсутствует. Отсюда можно сделать вывод, что российским предприятиям целесообразно размещать краткосрочные облигации.

Однако такая стратегия имеет свои, и весьма существенные, недостатки. В условиях низкого развития рынка корпоративных облигаций есть основания полагать, что издержки размещения облигаций и издержки рефинансирования будут достаточно велики. Это делает краткосрочные облигации менее привлекательными.

Выход из этой ситуации может быть найден в том, чтобы выпускать долгосрочные облигации по краткосрочным процентным ставкам. Это может быть достигнуто за счет выпуска облигаций с переменным купоном, имеющих пут-опцион, дающий право на реализацию облигаций по номинальной стоимости не реже чем раз в 6 месяцев. Такие облигации, с одной стороны, будут для инвестора аналогичны краткосрочным облигациям, и процентные ставки по ним будут эквиваленты ставкам по краткосрочным финансовым инструментам. С другой стороны, при выпуске таких облигаций фирма может избежать издержек по рефинансированию долга.

Номинарование и индексирование облигаций. Номинал облигации может быть как твердо зафиксирован в рублях, так и предусматривать привязку к некоему иному эквиваленту, например, курсу иностранной валюты, темпу инфляции или цене какого-либо товара.

Как уже указывалось, существует выявленный спрос инвесторов на облигации, предполагающие индексацию в соответствии с изменением валютного курса или инфляции (индекса потребительских цен). Насколько целесообразным может быть выпуск таких облигаций для российских предприятий?

Очевидно, выпуск таких облигаций может быть целесообразен прежде всего для тех предприятий, цены на продукцию которых имеют высокую корреляцию с курсом доллара или индексом потребительских цен соответственно. В этом случае реальный риск размещения таких облигаций для предприятия может быть даже меньше, чем при выпуске обычных облигаций. Действительно, рост валютного курса и процентных ставок приводит к росту платежей по долговым обязательствам. С другой стороны, это приводит к росту доходов предприятия. При определенных значениях коэффициентов корреляции между ценами на продукцию предприятия, затратами предприятия и курсом валют или индексом потребительских цен предприятие снижает риск долгового финансирования за счет выпуска валютно- или инфляционно-индексируемых облигаций.

Фиксированные или плавающие процентные ставки. Учитывая высокую нестабильность процентных ставок в России, было бы логично ожидать, что спросом будут пользоваться облигации с переменным купоном. Однако при этом надо учесть, что в России после коллапса рынка ГКО не существует сколько-либо признанных процентных ставок ни по рублевым, ни по валютным финансовым инструментам. Наиболее часто используемым индикатором рублевых процентных ставок является ставка рефинансирования Центрального Банка России, однако и этот показатель далек от совершенства, поскольку устанавливается административным путем и далеко не всегда отражает реальный уровень процентных ставок. Поэтому облигации с плавающим купоном вряд ли могут быть применены, поскольку привязка к показателям типа LIBOR при выпуске облигаций на внутреннем рынке вряд ли оправдана.

Еще одна возможность состоит в выпуске облигаций с переменным купоном, купонная ставка по которым устанавливается эмитентом и не является жестко привязанной к каким-либо финансовым индикаторам. При этом, очевидно,

перспективен выпуск облигаций с пересматриваемым купоном и пут-опционом, поскольку только в этом случае эмитент будет заинтересован в том, чтобы устанавливать такие купонные ставки, что цена облигаций не упадет ниже номинала и инвесторы не начнут предъявлять облигации к досрочному выкупу.

Форма выпуска: документарная или бездокументарная.

Еще одним параметром облигаций является форма выпуска - именная бездокументарная, именная документарная, предъявительская. Каждая из форм имеет как свои достоинства, так и свои недостатки.

К достоинствам бездокументарной формы ценных бумаг можно отнести:

- Данная форма является наиболее распространенной формой выпуска ценных бумаг в России.

- Эмитент не несет расходы по печати бланков ценных бумаг.

- Упрощается процедура купли-продажи ценных бумаг.

Достоинствами предъявительской формы ценных бумаг является:

- Возможность сократить расходы по ведению реестра владельцев ценных бумаг и практически минимизировать документооборот при осуществлении сделок с ними.

Именная документарная форма выпуска не получила значительного распространения, и, как мы уже отмечали, очевидно, это является определенной ошибкой. Мы считаем, что в настоящее время в России именно именная документарная форма облигаций может быть наиболее привлекательной формой выпуска ценных бумаг, поскольку она дает возможность охватить практически все категории инвесторов.

Ниже мы подробнее остановимся на основных категориях инвесторов, сейчас только укажем на то, что частные инвесторы во многих случаях проявят больший интерес к документарным ценным бумагам, в то время как юридические лица не заинтересованы в получении сертификата. Однако при выпуске документарных облигаций сертификат может быть депонирован в депозитории, и сделки могут и не предполагать выдачи сертификата ценных бумаг. Таким образом, в этом случае эмитенту удастся заинтересовать и частных инвесторов, и юридических лиц.

Другие параметры облигаций. Другие параметры облигаций, такие, как абсолютная величина номинала, купонный период, именная или предъявительская форма облигаций и др., не имеют столь существенного значения и обычно принимаются в зависимости от сложившейся в данной стране практики. Однако в России эта практика практически отсутствует, и на финансовом рынке обращаются облигации, характеризующиеся существенным разбросом этих параметров.

Номинал ГКО и ОФЗ составляет 1 тыс. руб., номинал ОГСЗ составляет 500 руб. Номинальная стоимость облигаций Санкт-Петербурга и ряда других субъектов федерации составляет 100 руб.

Купонный период по ОФЗ составляет 6 месяцев, по ОГСЗ - также 6 месяцев, по облигациям второго займа Санкт-Петербурга - 3 мес.

В основном принята именная бездокументарная форма облигационных займов. В такой форме выпускались как ГКО - ОФЗ, так и облигации большинства субъектов федерации. С другой стороны, ОГСЗ выпущены в документарной форме на предъявителя, векселя также по своей сути ближе к документарным предъявительским бумагам.

Процентные ставки. Очевидно, что предприятия заинтересованы уплачивать по возможности меньший процент, с другой стороны, инвесторы заинтересованы в получении большего процента. Долгое время выпуск облигаций был практически

невыгоден как раз из-за чрезмерно высоких ставок процента, вызванных активной политикой государства по заимствованию путем выпуска ГКО.

Произошедшие в последнее время события изменили ситуацию, и в настоящее время предприятия имеют возможность привлекать средства под меньшие процентные ставки. В настоящее время при отсутствии рынка корпоративных облигаций однозначно оценить возможный уровень процентных ставок достаточно трудно. Базируясь на некоторых оценках, мы считаем, что приемлемый диапазон процентных ставок находится в данный момент на уровне 12 - 14% годовых в валюте.

Возможно, для эмитента облигаций будет целесообразным применение следующей стратегии. При размещении облигаций процентная ставка завышается относительно своего равновесного уровня на 1 - 2%, а в дальнейшем по следующим купонным периодам снижается.

Размещение облигаций и регистрация отчета об итогах выпуска. Размещение облигаций может начинаться только после государственной регистрации выпуска. Размещение ценных бумаг путем подписки производится в течение срока, указанного в зарегистрированном решении о выпуске. Этот срок не должен превышать одного года со дня принятия решения о выпуске ценных бумаг.

Каждый выпуск ценных бумаг должен быть также зарегистрирован соответствующим образом. Статья 25 Закона о РЦБ регламентирует порядок регистрации "отчета о выпуске ценных бумаг".

Не позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент обязан представить отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг в регистрирующий орган.

Отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг должен содержать следующую информацию:

1. Даты начала и окончания размещения ценных бумаг;
2. Фактическую цену размещения ценных бумаг (по видам ценных бумаг в рамках данного выпуска);
3. Количество размещенных ценных бумаг;
4. Общий объем поступлений за размещенные ценные бумаги, в том числе:
 - а) объем денежных средств в рублях, внесенных в оплату размещенных ценных бумаг;
 - б) объем иностранной валюты, внесенной в оплату размещенных ценных бумаг, выраженной в валюте Российской Федерации по курсу Центрального банка Российской Федерации на момент внесения;
 - в) объем материальных и нематериальных активов, внесенных в качестве платы за размещенные ценные бумаги, выраженных в валюте Российской Федерации.

Регистрирующий орган рассматривает отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг в двухнедельный срок и при отсутствии связанных с выпуском ценных бумаг нарушений регистрирует его. Регистрирующий орган отвечает за полноту зарегистрированного им отчета.

Требования по раскрытию информации. В процессе эмиссии облигаций к эмитенту согласно действующему законодательству предъявляются определенные требования по раскрытию информации.

В процессе эмиссии эмитент обязан опубликовать в периодическом издании с тиражом не менее 50 тыс. экземпляров следующую информацию:

Особенности эмиссии конвертируемых облигаций. Особенностью эмиссии конвертируемых облигаций является то, что в этом случае происходит размещение сразу 2 видов ценных бумаг - облигаций, размещаемых путем подписки, и акций, размещаемых путем конвертации.

При эмиссии конвертируемых ценных бумаг объемом акций, в которые может быть произведена конвертация, не может превышать общего количества объявленных акций. При принятии решения о размещении конвертируемых облигаций общество должно также принять решение о размещении дополнительной эмиссии акций.

Еще одной особенностью эмиссии конвертируемых облигаций является то, что в этом случае акционеры предприятия имеют преимущественное право на приобретение таких облигаций.

При этом, очевидно, существует определенная недоработка в российском законодательстве, связанном с выпуском конвертируемых облигаций. Учитывая, что срок размещения акций не может превышать 1 года со дня утверждения решения об их выпуске, то фактически выпуск конвертируемых облигаций на срок более 1 года невозможен.

Эмиссия векселей. Как видно из предыдущего описания процедуры эмиссии, выпуск облигаций является достаточно сложной процедурой. Кроме того, большим недостатком является наличие налога в размере 0,8% номинальной стоимости выпуска. Величина этого налога может не иметь большого значения при эмиссии обыкновенных акций или долгосрочных облигаций, но при выпуске краткосрочных долговых бумаг данная величина налога представляется непомерно высокой. Однако в некоторых случаях эмитенты имеют возможность частично обойти данные сложности, осуществляя привлечение краткосрочного заемного капитала в форме выпуска векселей.

Векселя в отличие от облигаций согласно российскому законодательству эмиссионной ценной бумагой не являются, соответственно, они не подлежат государственной регистрации. Это значительно упрощает использование векселей. Однако выпуск векселей также сопряжен с рядом проблем. Векселя могут выпускаться только в результате хозяйственных сделок, в которых получатель товаров или услуг выписывает вексель. В дальнейшем вексель может стать объектом купли-продажи на вторичном рынке, однако выпуск векселей, не связанных с реальными сделками (финансовые векселя), может осуществляться только банками.

Есть у векселей и ряд других недостатков. Вексель обязательно выпускается в бумажной форме, соответственно, возможны случаи подделки векселей, а сами операции с векселями проходят значительно сложнее. Теоретически эта проблема могла бы быть решена с помощью депонирования векселей в депозитории или выпуска депозитарных расписок на векселя наиболее интересных эмитентов. В частности, нам известен факт выпуска депозитарных расписок на векселя Газпрома, и эти депозитарные расписки торгуются в Лондоне. Однако факты выпуска подобных инструментов на внутреннем рынке нам не известны.

Поэтому эмиссия векселей в качестве средства привлечения капитала может рассматриваться только при ориентации на крупных, прежде всего корпоративных, инвесторов. Например, средний номинал векселей Газпрома составляет 1 млн руб.

Размещение облигаций. Юридически размещение облигаций предприятия может происходить не только в результате подписки, но и в результате конвертации (если в облигации конвертируются другие ценные бумаги предприятия). На практике, однако, нам неизвестны случаи размещения облигаций путем конвертации.

Перед тем как начинать размещение, эмитент и инвестиционный консультант должны продумать, кто в первую очередь будет приобретать облигации - кто является потенциальными инвесторами. В зависимости от этого должны

выбираться такие параметры облигаций, как форма выпуска (документарная/бездокументарная), номинал облигации, выбираться технология размещения, строиться маркетинговая концепция.

Варианты размещения облигаций. Размещение ценных бумаг может происходить в нескольких видах, среди которых были выделены следующие:

1. Прямое размещение - размещение ценных бумаг непосредственно эмитентом. При этом такое размещение обычно происходит среди достаточно небольшого числа владельцев.

2. Размещение на аукционе. Таким образом обычно проводится размещение государственных облигаций.

3. Размещение через посредничество инвестиционных банков.

В практике российского выпуска облигаций предприятий применялось, прежде всего, прямое размещение. Прямое размещение было основным способом размещения "товарных" облигаций. Эмиссию облигаций ОАО "Самсон" осуществляла дочерняя брокерская фирма "Самсон-Брокер", фактически, это также пример прямого размещения.

Размещение на аукционе корпоративных ценных бумаг достаточно редко применялось в России, хотя примеры применения этого метода имеются. Например, так размещались облигации РАО "ВСМ". Однако, как уже указывалось, это фактически были государственные ценные бумаги. Кроме того, именно на аукционе государство реализовывало облигации АО "Юганскнефтегаз" и АО "Самаранефтегаз", выпущенные в погашение задолженности перед бюджетом, однако в данном случае аукцион был лишь формой проведения торгов, реально имелся только 1 покупатель. В феврале 1998 г. на аукционе была реализована эмиссия акций АО "Ижорские Заводы".

Размещение через посредничество инвестиционных банков применялось российскими предприятиями при выпуске еврооблигаций. При этом в качестве ведущих менеджеров привлекались крупные иностранные инвестиционные банки.

Ниже мы остановимся на достоинствах и недостатках каждого вида размещения ценных бумаг:

Прямое размещение. Прямое размещение облигаций имеет одно главное достоинство - не надо платить посредникам комиссионные за размещение. На этом, собственно, достоинства этого метода исчерпываются. К недостаткам прямого размещения можно отнести следующее:

1. Необходимость наличия на предприятии специалистов, знающих технологию работы с ценными бумагами, в том числе специалистов, имеющих сертификат ФКЦБ на право работы с ценными бумагами.

2. Невозможность охватить широкий круг инвесторов - юридических лиц, привлечь иностранных инвесторов.

3. Реально инвестиционные банки выполняют не только функцию агента по размещению ценных бумаг, но и консультируют предприятие по вопросам выбора оптимального вида ценных бумаг с учетом потребности предприятия и возможностей финансового рынка.

Фактически, прямое размещение целесообразно проводить только в 2 случаях:

- Предприятие планирует продать весь выпуск облигаций заранее известному кругу инвесторов, с которым предприятие состоит в партнерских отношениях.

- Планируется разместить небольшой объем облигаций, преимущественно среди физических лиц, прежде всего среди сотрудников предприятия.

Во всех остальных случаях предприятие может столкнуться с ситуацией, когда самостоятельное размещение облигаций окажется более дорогим, чем посредничество инвестиционного института.

Проведение аукциона по размещению ценных бумаг.

Как уже отмечалось, этот метод достаточно редко применяется при размещении корпоративных ценных бумаг, чему есть ряд причин. Тем не менее, очевидно, у этого способа на данном этапе есть определенные перспективы в России. Это обусловливается следующими факторами:

- Отсутствие практики инвестиционно-банковской деятельности в России.
- Отсутствие сложившегося рынка корпоративных облигаций в России. В этих условиях ни эмитент, ни инвестиционные банки не смогут заранее предсказать, по каким ценам могут быть размещены облигации. Аукцион в определенной степени позволяет решить данную проблему.

- Существование практики размещения с помощью аукциона корпоративных облигаций.

Размещение через посредничество инвестиционных банков. Очевидно, размещение выпусков облигаций значительного объема в России практически невозможно без участия инвестиционных банков. Поэтому при осуществлении выпуска облигаций предприятие с необходимостью вынуждено найти себе партнера в лице инвестиционного банка. Однако, как уже отмечалось, инвестиционные банки в России находятся в настоящее время в стадии становления, и предприятию может быть достаточно сложно выбрать организации, способные должным образом провести размещение облигаций.

Размещение ценных бумаг через посредничество инвестиционных банков может происходить в нескольких вариантах.

1. Инвестиционные банки гарантируют размещение ценных бумаг (обязуясь либо полностью выкупить выпуск на себя, либо обязуясь выкупить неразмещенную среди инвесторов часть выпуска).

2. Инвестиционные банки осуществляют содействие эмитенту в продвижении его ценных бумаг, но не гарантируют размещения выпуска.

Главную роль в подготовке эмиссии и выборе параметров облигаций играет генеральный менеджер. На роль генерального менеджера может претендовать одна из организаций, перечисленных в ч. 2. При этом при выборе генерального менеджера предприятию есть смысл придерживаться следующих принципов:

- При планировании размещения ценных бумаг на международных финансовых рынках (еврооблигации) в качестве генерального менеджера должен выбираться зарубежный инвестиционный банк.

- При планировании значительных по объему эмиссий на внутреннем рынке на роль генерального менеджера может быть назначен крупный московский инвестиционный банк. Если планируется разместить часть выпуска среди иностранных инвесторов, то привлекаемый инвестиционный банк должен иметь хорошие связи с этой группой инвесторов.

- При планировании осуществления средних и небольших по размеру эмиссий (до 10 - 20 млн долл.) в роли генерального менеджера может выступать крупная региональная инвестиционно-банковская организация или средний по размерам петербургский или московский инвестиционный банк.

Существуют 2 принципиальных способа выбора генерального менеджера эмиссии:

- "Договорной" способ. Выбор инвестиционного банка - ведущего менеджера осуществляется по результатам серии переговоров, в ходе которых происходит согласование параметров эмиссии и цены размещения.

- "Тендерный" способ. Выбор генерального менеджера осуществляется в результате публичных торгов, в ходе которых инвестиционные банки конкурируют между собой, предлагая наибольшую цену размещения или наилучшие условия.

Генеральный менеджер осуществляет формирование консорциума андеррайтеров. В консорциум андеррайтеров в России могут входить организации, перечисленные в числе возникающих инвестиционных банков, а также более мелкие участники рынка ценных бумаг, имеющие значительную клиентскую базу.

Консорциум андеррайтеров, в свою очередь, осуществляет непосредственное размещение ценных бумаг среди инвесторов, и в случае необходимости может привлечь к размещению группу продаж. Группа продаж может включать в себя небольшие брокерские компании, работающие непосредственно с конечными инвесторами.

Преимущество размещения через инвестиционные банки - возможность размещения значительных объемов ценных бумаг. Недостаток - необходимость платить комиссионные за размещение.

Ставки комиссионных за размещение облигаций в России пока еще не сформировались. Поэтому, чтобы оценить расходы, сопряженные с выпуском облигаций, целесообразно обратиться к опыту других стран. В ч. 1 приводилась таблица, в которой указывался размер вознаграждения за размещение облигаций (в случае гарантированного размещения) инвестиционных банков в США. Для достаточно крупных выпусков он составляет порядка 1,2 - 0,9%. Это не означает, впрочем, что в России будут действовать в точности такие же ставки комиссионных. Однако при ведении переговоров с инвестиционными банками предприятиям есть смысл ориентироваться на ставки, принятые в мировой практике, и не позволять инвестиционным банкам чрезмерно повышать размеры своего вознаграждения. Очевидно, в России диапазон приемлемого вознаграждения инвестиционных банков должен составлять 1,5 - 2%.

Маркетинг и реклама при размещении выпуска облигаций. Взаимоотношения с инвесторами. Размещение ценных бумаг требует методов рекламы и маркетинга, существенно отличающихся от методов продвижения других товаров и услуг.

Основная идея, которая должна соблюдаться эмитентом - информационная открытость, обеспечение доступа инвесторов к информации о предприятии.

Комплекс мер по продвижению выпуска ценных бумаг и взаимодействию с инвесторами обычно описывается термином "взаимоотношения с инвесторами" (investor relations). При этом на предприятии может быть создан специальный отдел по связям с инвесторами, кроме того, на Западе предприятия сотрудничают со специальными фирмами, специализирующимися на связях с инвесторами. В России, однако, налаживанием связей с инвесторами, по-видимому, могут заниматься опять же инвестиционно-банковские фирмы. Задача подразделения по взаимосвязям с инвесторами как раз и состоит в обеспечении доступа инвесторов к информации о предприятии. Причем данная работа должна осуществляться не только в момент размещения ценных бумаг, а на постоянной основе.

Обеспечение такой информационной открытости достигается за счет следующего комплекса мер:

1. Очень важный этап продвижения облигаций - получение рейтинга от рейтингового агентства. Существуют признанные мировые рейтинговые агентства, получение рейтингов этих агентств - необходимый этап при выпуске международных облигаций. В России, однако, в настоящее время нет агентств, чьи рейтинги были бы общепринятыми ориентирами. Обычная практика состоит в

том, что инициатором получения рейтинга выступает само предприятие, причем оно платит за получение рейтинга.

2. Предприятие должно обеспечивать регулярный доступ инвесторов к своей бухгалтерской отчетности, желательно предоставлять доступ к поквартальному балансу. Кроме того, предприятие должно позаботиться о получении аудиторского заключения. Если среди потенциальных инвесторов есть иностранные, необходимо подготовить баланс в соответствии с западными стандартами, а аудиторское заключение получить у признанной мировой аудиторской фирмы.

3. При продаже ценных бумаг обычно подготавливается исследование по данным ценным бумагам, с основной информацией по предприятию и по размещаемым ценным бумагам. В ч. 3 рассматривался вопрос о том, какая информация требуется инвестору для принятия обоснованного решения по вложениям в корпоративные облигации. Соответственно, исследование должно раскрывать соответствующую информацию.

4. Рассылка предложений по заинтересованным инвесторам. Такое предложение может включать в себя проспект эмиссии облигаций и подготовленное исследование.

5. Организация презентаций и road-show для крупных потенциальных инвесторов (прежде всего западных и российских инвестиционных фондов, возможно, крупных инвесторов - юридических лиц). Road-show - специальное название для презентации выпуска ценных бумаг, при которой эмитент приезжает к крупному инвестору и рассказывает о предлагаемых ценных бумагах.

6. Эмитент облигаций должен проводить открытую информационную политику, активно сотрудничать со средствами массовой информации, прессой.

7. Всем потенциальным инвесторам должен быть обеспечен доступ к данному исследованию, в частности, информация о выпуске должна быть представлена в сети Интернет. При этом предоставление информации в сети Интернет начинает играть все большую роль в процессе размещения ценных бумаг. Особенно важно представление информации в Интернете в случае наличия широкого круга заинтересованных инвесторов. В мире уже известны случаи, когда презентация (road-show) также проводилась через Интернет.

Прямая реклама ценных бумаг в средствах массовой информации достаточно редко применяется на Западе, однако, по-видимому, может быть одной из составных частей при размещении облигаций, ориентированных на широкий круг лиц. Однако данная реклама не должна быть слишком агрессивной, поскольку в противном случае она может стать антирекламой, учитывая опыт российских инвесторов с акциями "MMM" и других финансовых пирамид.

Обращение облигаций на вторичном рынке. Вопрос обращения облигаций должен быть рассмотрен уже при их размещении. При этом эмитент должен позаботиться о том, чтобы создать вторичный рынок своих облигаций. Это необходимо потому, что инвесторы заинтересованы в ликвидности облигаций. Ликвидность является привлекательной чертой облигаций, соответственно, ликвидные облигации могут быть менее доходными - поэтому эмитент заинтересован в ликвидности облигаций, чтобы иметь возможность проводить размещение под низкие процентные ставки.

Кроме того, как уже указывалось, привлекательностью будут пользоваться облигации с пут-опционом, то есть такие, которые инвестор может продать обратно эмитенту в определенные моменты времени. При размещении таких облигаций отношения инвестора и эмитента не ограничиваются разовым размещением. Инвестор имеет возможность продать эмитенту облигации обратно. Однако эмитент может и не быть заинтересован в том, чтобы выкупать обратно свои обязательства. При наличии вторичного рынка инвестор сможет не

дождаться момента, когда можно предъявить облигации эмитенту для их досрочного погашения, а просто реализовать их на вторичном рынке.

С другой стороны, возможно, что эмитент как раз заинтересован в том, чтобы выкупить возможно больший объем облигаций. Это опять же легче сделать при наличии ликвидного вторичного рынка.

Кроме того, при размещении облигаций с переменной купонной ставкой эмитент получает хороший ориентир того, какую процентную ставку есть смысл установить на следующий купонный период. Если облигации торгуются по цене выше номинала, значит, ставка текущего купона воспринимается инвесторами как достаточно высокая, и предприятие имеет возможность установить на следующий период более низкую процентную ставку. Напротив, если цены облигаций на вторичном рынке меньше номинала, предприятие должно либо повысить купонную ставку по следующему периоду, либо предпринять иные меры по повышению привлекательности данного выпуска.

Говоря о целесообразности развития вторичного рынка облигаций, необходимо отметить и то, что реально предприятие не должно рассчитывать на то, что сразу же удастся разместить крупный выпуск облигаций. Первоначально может быть размещен лишь сравнительно незначительный объем. И от того, удастся ли предприятию создать вторичный рынок для этого объема облигаций, показать привлекательность своих облигаций, будет зависеть возможность предприятия в дальнейшем дополнительно размещать более значительные объемы.

Вышесказанное позволяет сделать вывод, что и инвесторы, и эмитент заинтересованы в формировании вторичного рынка своих облигаций. Но инициатива создания такого рынка должна исходить прежде всего от эмитента.

Существуют 2 основные формы вторичного рынка ценных бумаг - организованный (биржевой и компьютеризированный) рынок и неорганизованный рынок. Также отмечалось, что рынок облигаций в ряде стран носит биржевой (Германия, Италия, Великобритания), а в ряде стран - внебиржевой (США, Япония) характер.

Биржевой рынок исключительно удобен для частных инвесторов в силу низких комиссионных издержек, небольших лотов и простоты обслуживания. Однако при ориентации прежде всего на крупных клиентов биржевая форма вторичного рынка - не единственный вариант. Рынок может и не иметь организованную форму, и, как показывает опыт, это далеко не всегда означает его низкую ликвидность.

В любом случае, независимо от того как создается вторичный рынок и в какой торговой системе (или вне торговых систем) происходит обращение облигаций, для поддержания ликвидности необходимо наличие одного или нескольких маркет-мейкеров ("делателей рынка"). Маркет-мейкеры выставляют двусторонние котировки на покупку-продажу ценных бумаг и осуществляют операции с ними. При этом маркет-мейкеры следят за тем, чтобы разница котировок на покупку и продажу не превышала определенной величины - допустимого спреда.

Деятельность маркет-мейкера по операциям с ценными бумагами, ликвидность которых он поддерживает, требует, чтобы у маркет-мейкера имелись средства для осуществления операций и поддержания котировок. Поэтому эмитент, заинтересованный в наличии ликвидного рынка своих облигаций, должен сформировать фонд поддержания ликвидности, средства которого поступают в распоряжение маркет-мейкеров. Определение размера такого фонда - в общем случае достаточно нетривиальная задача. По приблизительным подсчетам, величина такого фонда должна составлять порядка 3 - 4% от общего объема

выпущенных облигаций, причем в дальнейшем эта величина может быть снижена до 1 - 2%.

При этом для поддержания вторичного рынка предприятие должно продолжать осуществлять программы по взаимосвязям с инвесторами. Чем больше информации имеют инвесторы, тем активнее рынок.

2.3. Кредитное финансирование

Основными способами краткосрочного кредитного финансирования являются коммерческий кредит и банковский кредит.

2.3.1. Коммерческий кредит

Коммерческий кредит связан с торгово-посредническими операциями; предоставляется поставщиком или посредником и оформляется по-разному: векселем, авансом покупателя, открытым счетом. Его возникновение связано с совершаемыми фирмой сделками. Так, при закупках у других фирм товаров, сырья, комплектующих в кредит у рассматриваемой фирмы возникает долг, который учитывается в виде кредиторской задолженности. Чем дольше период погашения кредиторской задолженности и больше объем реализации закупок, тем значительнее дополнительное финансирование для фирмы.

Разновидностью коммерческого кредита выступает обычная кредиторская задолженность, образующаяся ввиду существующей системы оплаты по безналичному расчету.

Одним из наиболее перспективных видов коммерческого кредитования является использование простых и переводных векселей предприятий. Выписанный какой-либо фирмой простой вексель может служить платежным средством в цепочке, связывающей несколько предприятий. Поскольку вексель, выписанный предприятием, считается менее надежным, чем банковский вексель, нередко ликвидность таких финансовых инструментов поддерживается банком в форме авалья - банковской гарантии оплатить вексель в случае непогашения его фирмой, выпустившей вексель. Обращение в банк за авалем может осуществляться как в момент выписки векселя, так и на любом этапе его обращения в качестве платежного средства.

Роль банков в обращении векселей предприятий не сводится только к выдаче гарантий - банки могут обеспечивать учет (досрочное погашение) векселей, а также участвовать в предварительном отборе участников вексельного конгломерата.

Что касается переводного векселя предприятия, то при его использовании решается не только задача краткосрочного финансирования, но и происходит существенное сокращение времени и денежных средств в пути. Действительно, если фирма А должна фирме Б, а фирма В, в свою очередь, должна А, то А может выписать вексель на В с просьбой уплатить по нему фирме Б. В этом случае вместо движения средств от В к А и затем от А к Б происходит однократное движение от В к Б.

Краткосрочное финансирование можно классифицировать в зависимости от того, спонтанно оно или нет. Кредиторские счета и счета начислений классифицируются как спонтанные, ибо их объем представляет собой функцию от масштаба деятельности компании.

Коммерческий кредит есть форма краткосрочного финансирования, применяемая почти во всех сферах бизнеса. Фактически это основной источник краткосрочных средств для большей части фирм. В промышленно развитых

странах большинство покупателей может не оплачивать стоимость товара при его доставке, им предоставляется небольшая отсрочка, ограниченная крайним сроком платежа. На период отсрочки продавец товара предоставляет покупателю кредит. Так как обычно поставщики товара относятся к предоставлению кредита более либерально, чем финансовые институты, малые предприятия широко используют в своей деятельности коммерческий кредит.

Из 3 типов предоставления коммерческого кредита - открытые счета, векселя и акцептованные накладные - наиболее широко распространены открытые счета. Поставщик отправляет товар покупателю и выписывает накладную, в которой указывает вид поставляемого товара, его цену, общую стоимость поставки и условия продажи. Формально покупатель не предоставляет письменных обязательств, свидетельствующих о том, что сумма взята в долг у продавца. Продавец предоставляет кредит, основываясь на информации о кредитоспособности покупателя.

Иногда вместо открытого счета применяют простой вексель. Покупатель выписывает вексель, который служит подтверждением задолженности продавцу. Вексель должен быть оплачен к определенной дате. Так поступают, когда продавец желает официально оформить задолженность: например, если срок платежа по открытому счету истекает, продавец может потребовать от покупателя предоставления векселя.

Акцептованные товарные накладные - это еще один способ формально зафиксировать задолженность покупателя. Продавец выписывает на имя покупателя переводной вексель-тратту, который является указанием произвести оплату в определенный момент. Продавец не отгружает товары до тех пор, пока покупатель не акцептует тратту. Если мы имеем дело с векселем на предъявителя, покупатель обязан произвести оплату после получения товарных документов. При таком виде оплаты коммерческий кредит не предоставляется.

Акцептуя вексель, покупатель указывает банк, в котором вексель будет оплачен при наступлении срока платежа. После акцепта вексель становится акцептованной товарной накладной и в зависимости от кредитоспособности покупателя может обращаться на рынке ценных бумаг. Если товарная накладная ликвидна, то продавец может продать ее на рынке со скидкой и, таким образом, получить деньги за товар немедленно. По истечении срока платежа владелец накладной представляет ее в банк, указанный для оплаты.

Условия продажи. Так как применение простого векселя и товарной накладной достаточно ограничено, мы не будем подробно останавливаться на этих финансовых инструментах. Дальнейшее обсуждение будет посвящено открытым счетам. Условия продажи для кредита данного типа могут сильно различаться. Эти условия, указанные в счете, можно разделить на несколько групп согласно длительности периода оплаты и условиям скидки.

COD и CBD - кредит не предоставляется. Условие COD (cash on delivery) означает оплату при получении товара. Риск продавца заключается в том, что покупатель может отказаться от товара. В этом случае продавец теряет затраты на отгрузку товара. Иногда продавец может потребовать предварительной оплаты - CBD (cash before delivery) для того, чтобы избежать риска. При условии COD и CBD продавец не предоставляет покупателю кредит. Условие CBD следует отличать от условия поэтапного платежа, которое достаточно широко применяется в некоторых отраслях. При поэтапной оплате покупатель оплачивает услуги производителя на различных этапах производства вплоть до даты фактической поставки конечной продукции. Например, авиационные заводы требуют поэтапной оплаты от авиакомпаний, поскольку деятельность этих заводов связана с большими объемами промежуточных вложений средств.

"Чистый период" - скидка отсутствует. При предоставлении кредита продавец определяет срок платежа. Условие "чистые 30" означает, что счет или вексель должен быть оплачен в 30-дневный срок. Если продавец осуществляет ежемесячные поставки, он может пользоваться таким условием, как "чистые 15 ЕОМ", которое означает, что все товары, отгруженные до конца месяца, должны быть оплачены до 15 числа следующего месяца.

"Чистый период" со скидкой. Помимо кредита, продавец может предоставить покупателю скидку, если задолженность оплачена в начале "чистого периода". Условие "2/10, чистые 30" означает, что продавец предоставляет покупателю 2-процентную скидку, если задолженность оплачена в 10-дневный срок, в противном случае покупатель должен оплатить полную сумму в 30-дневный срок. Обычно скидка предоставляется покупателю, чтобы стимулировать досрочную оплату. В гл. 10 мы рассматривали оптимальный размер скидки, которую может предоставить продавец. Денежная скидка отличается от торговой скидки и от количественной скидки. Торговая скидка больше для одной группы покупателей (например, оптовиков), чем для другой (например, розничных торговцев). Количественная скидка предоставляется крупным поставщикам.

Датировка. В сезонном бизнесе продавцы часто используют датировку для того, чтобы побудить покупателей сделать свои заказы до наступления пика реализации. Производитель газонокосилок может устанавливать сезонные датировки (*seasonal dating*), означающие, что любая поставка зимой или весной может быть оплачена после наступления лета. Досрочные заказы приносят выгоду продавцу, который может правильно оценить спрос и более эффективно организовать свое производство. Кроме того, продавцу не нужно помешать свою готовую продукцию на склад. Преимущество датировки для покупателя состоит в том, что он не обязан оплачивать товар до наступления пика реализации. При этом кредит предоставляется на более длительный, чем обычно, срок.

Коммерческий кредит - это источник средств, так как покупатель не обязан оплачивать товары до того, как они поставлены. Если фирма автоматически оплачивает свои векселя через определенное количество дней после выписки накладной, коммерческий кредит становится "встроенным" источником финансирования, интенсивность использования которого изменяется вместе с производственным циклом. По мере расширения производства, а, соответственно, и объема закупок, увеличивается объем кредиторской задолженности, что обеспечивает часть средств, необходимых для финансирования роста производства. По мере сокращения производства сумма задолженности также уменьшается. В данных условиях коммерческий кредит не является контролируемым источником финансирования. Его объем целиком зависит от плана закупок фирмы, который в свою очередь зависит от ее производственного цикла. Рассматривая коммерческий кредит как контролируемый тип финансирования, необходимо подробно изучить ситуации, в которых: 1) фирма не получает скидку, а платит в последний день установленного срока и 2) фирма оплачивает векселя после истечения срока платежа.

Платежи точно в срок. В этом разделе мы рассмотрим ситуацию, когда фирма отказывается от скидки и оплачивает векселя в последний день "чистого периода". Если скидка не предоставляется, то издержки использования кредита на протяжении "чистого периода" отсутствуют. Аналогично, если фирма использует скидку, то на протяжении периода скидки нет издержек пользования кредитом. Однако, если скидка предоставляется, но не используется, имеют место так называемые издержки упущенных возможностей.

Пример. При условии продажи "2/10, чистые 30", если фирма отказывается от скидки, то она использует средства дополнительные 20 дней. Для накладной на сумму 100 долл. она имеет возможность использовать 98 долл. на протяжении 20 дней. Примерные годовые процентные издержки составляют:

$$(2 / 98) \times (360 / 20) = 36,7\%.$$

Мы видим, что коммерческий кредит может оказаться очень "дорогой" формой краткосрочного финансирования, когда скидка предоставлена, но не использована.

Стоимость коммерческого кредита уменьшается по мере того, как увеличивается срок кредита по сравнению со сроком действия скидки. При условии "2/10, чистые 60" годовой процент составит:

$$(2 / 98) \times (360 / 50) = 14,7\%.$$

Отсрочка выплаты кредиторской задолженности. В предыдущем разделе мы рассматривали ситуацию, в которой платеж осуществлялся в последний день установленного периода, однако фирма может отсрочить платеж и на период после истечения срока платежа. Назовем эту отсрочку "отсрочкой выплаты кредиторской задолженности" или "ориентацией на торговлю". Издержки такой отсрочки подразделяются на два вида: издержки отказа от использования скидки и возможное ухудшение кредитного рейтинга. Если фирма злоупотребляет отсрочиванием выплат, то от этого страдает рейтинг ее кредитоспособности. Поставщики будут относиться к фирме с опасением и могут настаивать на достаточно жестких условиях продажи, если вообще решат иметь с ней дело. При оценке компании банки и другие кредиторы не жалуют излишнюю медлительность в расчетах. Таким образом, существуют определенные издержки, связанные с ухудшением кредитной репутации фирмы, хотя они с трудом поддаются измерению.

Преимущества коммерческого кредита:

- 1) всегда может быть предоставлен, так как кредиторы рассчитывают на продолжение деловых отношений;
- 2) не может рассматриваться как залоговая имущественная стоимость;
- 3) при его применении не начисляются проценты (или они минимальны);
- 4) существует возможность продления его срока, если фирма вновь окажется в трудном положении.

Фирме необходимо сопоставить преимущества коммерческого кредита и издержки отказа от скидки, альтернативные издержки, связанные с возможным ухудшением кредитного рейтинга, если она отсрочивает платеж, и возможное увеличение продажной цены, которую назначает продавец. Есть несколько преимуществ коммерческого кредита как инструмента краткосрочного финансирования. Вероятно, главным из них является его доступность. Кредиторская задолженность большинства фирм представляет собой форму непрерывного кредитования. В этом случае нет необходимости формально организовывать финансирование, оно уже имеет место. Если в настоящее время фирма использует скидку, то возможно дополнительное кредитование посредством уплаты по счетам точно в установленный срок. При этом нет необходимости вести переговоры с поставщиками, решение за фирмой. Если фирма считает необходимой отсрочку платежа сверх установленной даты, то этот вопрос необходимо обсудить с поставщиком.

При использовании большей части краткосрочного финансирования других видов, необходимо обсудить с кредитором условия займа. Кредитор может устанавливать определенные ограничения и требовать гарантий. При коммерческом кредите тоже возможны ограничения, но практически это

маловероятно. Применяя другие источники краткосрочного финансирования, можно наблюдать временной лаг между возникновением потребности в кредите и его получением. Коммерческий кредит - наиболее гибкая форма финансирования. Фирме не приходится выписывать вексель, или предоставлять обеспечение, или приспособливаться к точной схеме процесса платежа по векселю. Поставщик относится к сбоям в выплатах намного менее категорично, чем банкир или иной кредитор.

Преимущества использования коммерческого кредита должны быть сопоставлены с издержками. Как мы видим, при учете всех факторов издержки могут быть очень высоки. Многие фирмы используют другие источники краткосрочного кредитования с тем, чтобы максимизировать преимущества, связанные со скидкой. Однако экономия на издержках других форм краткосрочного финансирования должна покрывать потерю гибкости и удобств коммерческого кредита. Некоторые фирмы не имеют других источников краткосрочного финансирования.

Кто несет издержки? Необходимо осознать, что применение коммерческого кредита влечет за собой издержки, связанные с использованием средств сверх установленного времени. В предыдущих разделах мы подразумевали, что не существует денежных затрат на коммерческий кредит в том случае, когда покупатель оплачивает счет в период скидки или скидка вообще не предоставляется. Хотя это предположение и правомерно с точки зрения выявления предельных значений, не учитывается тот факт, что кто-то должен покрывать расходы за использование средств сверх установленного времени. Это бремя могут нести поставщик, покупатель или обе стороны. Поставщик может переложить эти расходы на покупателя, установив более высокие цены.

Поставщик продукта, спрос на который эластичен, может отказаться от повышения цены и сократить размер коммерческого кредита из-за больших издержек. В других обстоятельствах поставщик может производить расходы за счет покупателя. Покупатель должен определить, на кого ложится бремя издержек. Покупатель, который оплачивает расходы, может попытаться найти другого поставщика. Он должен осознать, что стоимость коммерческого кредита изменяется с течением времени. В период роста процентной ставки и "дорогих" денег поставщики могут увеличивать цены на свои товары, принимая во внимание высокие издержки, связанные с наличием дебиторской задолженности. Это увеличение цены не следует смешивать с ростом цены, обусловленным изменением соотношения спроса и предложения на товарных рынках.

Начисления (accruals) - еще не выплаченная задолженность, начисленная по заработной плате, налогам, процентам, дивидендам. Краткосрочная кредиторская задолженность.

Счета начислений представляют собой источник спонтанного финансирования даже в большей степени, чем счета кредиторов. Наиболее распространенные счета начислений - это счета заработной платы и налогов. Расходы по этим счетам начисляются, но сразу не оплачиваются. Обычно определяется дата, когда должна быть произведена оплата. Подоходный налог выплачивается ежеквартально, налог на собственность - каждые полгода. Заработная плата обычно выплачивается еженедельно, раз в две недели или раз в месяц. Суммы по счетам начислений, как и счетам кредиторов, имеют тенденцию к увеличению с расширением масштабов деятельности. По мере увеличения объема продаж затраты труда обычно тоже растут, а вместе с ними увеличивается сумма начисленных налогов.

Таким образом, начисления представляют собой "бесплатное" финансирование. Оказание услуг оплачивается, но работники не получают

заработную плату и не ожидают этого до тех пор, пока не закончится период, за который производится оплата. Длительность этого периода определяет руководство компании, хотя на нее могут влиять и профсоюзы, а также конкуренция нанимателей на рынке труда. Аналогично налоги не выплачиваются до наступления установленного срока. Таким образом, начисления представляют собой источники беспроцентного финансирования.

К сожалению для компании, начисления не относятся к контролируемому финансированию. Что касается налогов, то кредитором является правительство, оно требует оплаты точно в срок. Компания, находящаяся в крайне тяжелом финансовом положении, может отсрочить уплату налога на короткое время, но тогда она должна уплатить штраф. Она также может отсрочить выплату заработной платы за счет работников, однако последние могут отреагировать на это невыходом на работу, или снижением производительности, или переходом к другому работодателю. Компания должна быть предельно осторожна в вопросе отсрочки выплаты заработной платы. Она должна постоянно информировать об этом своих работников и указывать твердую дату выплаты. Такая мера является крайней, тем не менее многие компании, испытывая трудности со свободной наличностью, вынуждены прибегать к отсрочке заработной платы и других выплат.

Начисленная заработная плата частично контролируется компанией, поскольку она может изменять частоту выплаты зарплаты и таким образом влиять на объем финансирования. Если временной интервал между последним рабочим днем периода, за который выплачивается заработная плата, и днем выплаты остается постоянным, то чем менее часты дни выплаты, тем больше объем финансирования.

Коммерческий кредит и счета начислений относятся к внутренним источникам финансирования.

Недостатки коммерческого кредита связаны с тем, что удлинение его срока или само его получение (например, в России) часто оказывается проблематичным либо из-за его неэффективности для продавца, либо из-за ненадежности оплаты поставки, сделанной на условиях открытого счета или документарного инкассо в силу низкой кредитоспособности покупателя. В случае если фирма постоянно продлевает сроки кредиторской задолженности, ей будет отказано в предоставлении денежных скидок, и рейтинг ее кредитоспособности заметно понизится.

Разновидностью коммерческого кредита также является торговый кредит (в некоторых источниках его называют также коммерческим).

2.3.2. Банковское кредитование

Фирма может получить "короткие" деньги путем получения торгового кредита от продавца товара. Однако часто получение торгового кредита и увеличение срока его предоставления осложняются из-за его неэффективности для продавца или из-за ненадежности оплаты поставки покупателем с низкой кредитоспособностью. Если этот способ получения денежных средств для фирмы недоступен, то она может прибегнуть к банковскому финансированию.

Банковский кредит классифицируется:

1. В зависимости от обеспечения
 - без обеспечения (бланковый);
 - под обеспечение (под вексель, под товары и фонды, под залог недвижимости - ипотека).
2. По срокам погашения

- до востребования (онкольный);
- краткосрочный;
- долгосрочный;

3. По способу погашения

- единовременным платежом;
- в рассрочку.

4. По методу удержания процента

- в момент предоставления;
- в момент погашения.

В данном параграфе рассмотрены следующие формы банковского кредитования:

- срочный кредит;
- контокоррентный кредит;
- онкольный кредит;
- учетный кредит;
- акцептный кредит;
- ломбардный кредит;
- аваль-кредит и другие;

- факторинг и форфейтинг, которые также являются формами банковского финансирования и будут рассмотрены в следующих параграфах.

Порядок кредитования предприятия банком, оформление и погашение кредитов регулируются кредитным договором. Для получения кредита заемщик подает в банк необходимые документы:

- заявка, в которой указываются цель получения кредита, сумма и срок, на который он испрашивается;
- учредительные документы заемщика;
- финансовая отчетность;
- карточка с образцами подписей и печати.

В зависимости от результатов анализа представленных документов на тех или иных условиях заключается кредитный договор, в котором указываются вид кредита, сумма и срок погашения, проценты за пользование кредитом, вид обеспечения кредита, форма передачи кредита заемщику.

Срочный кредит - прямой, необеспеченный кредит на срок не более 90 дней, обычно оформляемый в виде простого векселя, подписанного заемщиком.

В странах с недостаточно развитыми рыночными отношениями и законодательством вместо простого векселя оформляется обычное специальное кредитное соглашение между банком и фирмой. Денежные средства по срочному займу предоставляются единовременно в полной сумме и возвращаются с процентами в полной сумме займа одномоментно.

Заимствование средств таким способом фирма осуществляет в исключительных ситуациях, когда возникают неожиданные потребности в фондах. Поэтому срочные займы имеют высокую стоимость, связанную с высокими административными издержками по оформлению и исполнению договоров такого типа.

Контокоррентный кредит (от итал. conto corrent - текущий счет) предусматривает ведение банком текущего счета клиента с оплатой поступивших расчетных документов и зачислением выручки. Если средств клиента оказывается недостаточно для погашения обязательств, банк кредитует его в пределах установленной в кредитном договоре суммы, т.е. контокоррент может иметь и дебетовое, и кредитовое сальдо.

Существуют специальные овердрафтные счета, когда банк кредитует клиента сверх установленной кредитным договором суммы. Расчеты по

контокорренту проводятся с установленной договором периодичностью путем сальдирования платежей и поступлений и определения реальной суммы предоставленного кредита.

Овердрафт - это допущение дебетового остатка на счете клиента. Во многих странах клиентские овердрафты запрещены законодательно (однако они активно используются в Великобритании). Овердрафт рассматривается как своеобразная ссуда клиенту, которая должна быть погашена в короткие сроки и по процентной ставке, превышающей среднерыночную.

Онкольный кредит (от англ. on call - по требованию) является разновидностью контокоррента и выдается, как правило, под залог товарно-материальных ценностей или ценных бумаг. В пределах обеспеченного кредита банк оплачивает все счета клиента, получая право погашения кредита по первому своему требованию за счет средств, поступивших на счет клиента, а при их недостаточности - путем реализации залога. Процентная ставка по этому кредиту ниже, чем по срочным ссудам.

Учетный (вексельный) кредит предоставляется банком векселедержателю путем покупки (учета) векселя до наступления срока платежа. Векселедержатель получает от банка указанную в векселе сумму за вычетом учетного процента, комиссионных платежей и других накладных расходов. Закрытие кредита осуществляется на основании извещения банка об оплате векселя.

Известны и другие формы кредитования с помощью банковского векселя. Например, предприятие может приобрести банковский вексель по цене ниже номинала и использовать его в качестве платежного средства. Последнее в цепочке предприятие в нужный момент предъявит вексель банку для погашения и получит означенную в нем сумму. Предприятие, купившее банковский вексель, получает дополнительный источник краткосрочного финансирования (разница между номиналом векселя и уплаченной за него суммой), кроме того, не происходит срыва платежей в цепочке.

Акцептный кредит используется в основном во внешней торговле и предоставляется поставщиком импортеру путем акцепта банком выставленных на него экспортером тратт.

Аваль - поручительство за лицо, обязанное по векселю, обычно на лицевой стороне векселя или аллонже. Банк, выдавший такую гарантию (авалист), отвечает за платеж по векселю в том же объеме, что и лицо, которому он дан, т.е. несет солидарную ответственность. Авалист, оплативший вексель, имеет право требовать возмещения платежа, за которое он дал аваль, а также с лиц, ответственных перед последним.

Ломбардный кредит осуществляется в форме банковского кредита под залог депонируемых в банке ценных бумаг. В залог обычно принимаются ценные бумаги, котирующиеся на бирже или имеющие организованный свободный рынок.

Сумма кредита составляет от 50 до 90% их курсовой стоимости. Срок кредита обычно не превышает трех месяцев.

Контракт на получение ломбардного кредита может предусматривать различные условия выплаты долга: заемщик может весь долг погасить единовременным платежом в срок, предусмотренный контрактом; может в этот срок выплатить лишь часть долга, а оставшуюся часть погашать в следующем периоде; может быть предусмотрен вариант на продление срока погашения на следующие три месяца. При расчетах учитывается точное количество дней в месяце, продолжительность года принимается равной 360 дням.

В случае если заемщик не погасит кредит вовремя, он обязан рассчитаться с кредитором по увеличенной (штрафной) процентной ставке за весь период просрочки платежа. Если кредит все же не будет погашен, право собственности

переходит к кредитору, который реализует имущество и удерживает из выручки сумму долга вместе с начисленными процентами.

Кредит на финансовом рынке. Крупные, хорошо известные компании иногда производят краткосрочные займы посредством продажи краткосрочных коммерческих векселей и других инструментов финансового рынка. Краткосрочный коммерческий вексель представляет собой необеспеченное краткосрочное переводное долговое обязательство, обращающееся на финансовом рынке. Поскольку такие векселя не обеспечены и являются инструментами этого рынка, только самые кредитоспособные компании могут использовать коммерческий вексель в качестве источника краткосрочного финансирования.

Принципиальное преимущество займа под коммерческий вексель как источника краткосрочного финансирования - в том, что он обычно дешевле, чем краткосрочная коммерческая ссуда в коммерческом банке. В зависимости от изменения процентной ставки ставка по коммерческому векселю на 1 - 6% ниже, чем первоклассная ставка по банковским кредитам для высоконадежных заемщиков. Для большей части компаний займы под коммерческие векселя дополняют банковские кредиты. В действительности дилеры по коммерческим векселям требуют от заемщиков поддержания кредитных отношений с банками для того, чтобы обеспечить опору хождению коммерческого векселя. Это гарантирует им то, что кредиты по коммерческим векселям будут погашены.

Однако обычно развитие рынка коммерческих векселей и других финансовых рынков происходит за счет банковских кредитов. Доля на рынке общего корпоративного финансирования, удовлетворяемого банками, постоянно снижается. Вместо выпуска соло-векселя некоторые корпорации выпускают так называемые банковские коммерческие векселя. В этом случае банк предоставляет аккредитив, гарантирующий инвестору оплату обязательств компании. Качество инвестиций в этом случае зависит от кредитоспособности банка, а вексель участвует в котировках рейтинговых агентств. За предоставление аккредитива банк взимает комиссионное вознаграждение в зависимости от максимальной суммы кредита, который он гарантирует. Обычно комиссионный сбор составляет 1/8 или 1/4%. Кроме того, банк часто предоставляет кредит для использования на рынке векселей и взимает за это сбор 1/8 или 1/4%.

Предположим, что Second National Bank of Palo Alto выпустил аккредитив на сумму 50 млн долл., чтобы обеспечить займы по коммерческим векселям Insell Corporation. Комиссионный сбор 1/4%, а плата за пользование кредитом 1/8%. Если средний объем займа по коммерческим векселям составляет 20 млн долл., то годовая стоимость аккредитива будет равна $1/4\% \times 50\,000\,000$ долл. = 125 000 долл. + $1/8\% \times 20\,000\,000$ долл. = 25 000 долл. или всего 150 000 долл. Что касается не очень известных компаний - различных частных фирм и непервоклассных компаний, то им выгоднее использовать банковские векселя. Это позволяет проникнуть на рынок коммерческих ценных бумаг тогда, когда общие издержки меньше, чем в случае прямого займа средств у банка.

Банковские акцепты. Для компаний, занимающихся международной торговлей или хранением и доставкой определенных, пользующихся спросом товаров, приемлемым источником финансирования могут быть банковские акцепты. Американская компания желает импортировать на 100 000 долл. электронных комплектующих из Японии, две компании договариваются об использовании 90-дневного срочного векселя при оплате. Американская компания открывает в своем банке аккредитив. Это означает, что банк соглашается акцептовать тратту, переведенную в адрес компании через японский банк. Японская фирма отгружает товары и в то же время выписывает тратту,

являющуюся указанием американской фирме оплатить сумму поставки в 90-дневный срок. Затем тратта передается японскому банку. Согласно предварительной договоренности тратта посылается в американский банк и акцептуется этим банком. В этот момент она становится банковским акцептом. В сущности, банк принимает на себя ответственность за оплату, таким образом, заменяя трассата - американскую компанию - собой.

Если банк хорошо известен и довольно крупный, как большая часть банков, занимающихся акцептовыванием тратт, то после акцепта тратта становится высоколиквидным рыночным финансовым инструментом. В итоге трассант, японская компания, может не держать тратту до дня установленного платежа; она может продать тратту на рынке за цену, меньшую, чем ее номинальная стоимость. Эта скидка представляет собой процент инвестора. По истечении 90 дней инвестор представляет акцепт в банк для оплаты и получает 100 000 долл. К этому времени американская компания обязана иметь средства на своем счете, достаточные для покрытия тратты. Таким образом, она профинансировала свой импорт на период в 90 дней. Вероятно, японский экспортер назначил бы менее высокую цену, если бы оплата производилась сразу после доставки товара. В этом смысле американская компания оказывается в положении заемщика.

Необеспеченный банковский кредит. Для наглядности удобно разделить коммерческие кредиты на две категории: обеспеченные и необеспеченные. Почти все без исключения финансовые институты не предоставляют необеспеченных кредитов просто потому, что заемщик, который имеет возможность взять необеспеченный кредит, может занять средства с меньшими затратами в коммерческом банке. Следовательно, наше обсуждение необеспеченных кредитов будет касаться только коммерческих банков.

Краткосрочные необеспеченные банковские кредиты обычно определяются как "самоликвидирующиеся" в том смысле, что покупаемые на эти средства активы и выручка, которую они приносят, генерируют поток денежных средств, необходимых для выплаты займа. Некогда банки ограничивали свои услуги в сфере кредитования исключительно необеспеченными кредитами, но сейчас они предлагают широкий спектр коммерческих ссуд, отвечающий специфическим нуждам заемщика. Однако краткосрочный самоликвидирующийся кредит все еще популярен как источник коммерческого финансирования, в частности, в области сезонного финансирования наращивания дебиторской задолженности и запасов. Необеспеченные краткосрочные ссуды могут предоставляться по кредитной линии или соглашению о револьверном займе, или для удовлетворения случайной потребности в средствах. Долговое обязательство формально подтверждается простым векселем, подписанным заемщиком, в котором указаны срок, сумма выплаты и процент за пользование кредитом.

Кредитная линия (line of credit) - договор между банком и его клиентом, представляющий собой обещание банка предоставить клиенту определенную сумму денег до некоторого лимита в течение определенного срока.

Обычно договор заключается на 1 год и через год подлежит обновлению. Часто кредитная линия возобновляется после того, как банк получает заверенный аудитором годовой отчет о деятельности компании и возможность изучить результаты этой деятельности. Если окончание периода, за который отчитывается заемщик, приходится на 31 декабря, банк может установить такой период действия кредитной линии, который истекал бы где-нибудь в марте. В марте банк и компания встречаются для обсуждения кредитных потребностей фирмы в будущем году в свете результатов ее деятельности за прошлый год. Объем кредита базируется на оценке банком кредитоспособности заемщика и его потребности в средствах. В зависимости от изменения этих условий кредитная

линия может быть возобновлена начиная со срока прекращения действия предыдущего соглашения или даже ранее, если возникла необходимость изменить условия.

Вероятно, документом, который дает исчерпывающую информацию о потребности заемщика в краткосрочном кредитовании, является Cash-Flow. Если максимальная потребность заемщика в кредите на предстоящий год оценивается в 800 000 долл., компания может попытаться заключить соглашение на сумму 1 млн долл. для того, чтобы уберечь себя от непредвиденных ситуаций. Пойдет ли банк навстречу компании, конечно, зависит от оценки ее кредитоспособности. Если банк согласится, фирма может взять краткосрочную ссуду - обычно 90 дней - на сумму до 1 млн долл.

Кредитная линия может оформляться в виде письменного кредитного соглашения клиента с банком или являться результатом устной договоренности (обычно в странах с развитой кредитной системой). Кредитная линия открывается под регулярное использование. Различают обусловленную (связанную) и необусловленную кредитные линии. При открытии связанной кредитной линии банк предоставляет возможность фирме использовать денежные средства только под определенные цели. В случае необусловленной кредитной линии фирма может использовать полученный кредит на любые цели.

Так как некоторые банки рассматривают этот вид кредитования как сезонное или временное финансирование, они могут потребовать, чтобы заемщик в определенное время не пользовался кредитом. Зачастую от заемщика могут потребовать погашения задолженности банку за определенный период. Этот период обычно равен 1 - 2 месяцам. Само по себе погашение является подтверждением того, что ссуда действительно имела сезонный характер. Если бы интервал времени, в течение которого прибыльная фирма не должна была иметь задолженности по ссуде, сократился от 4 месяцев два года назад до 2 месяцев в прошлом году и до 0 в текущем, это означало бы, что банковский кредит фирма использует для финансирования постоянной потребности в денежных средствах.

Несмотря на массу преимуществ для заемщика, кредитная линия не представляет собой формального обязательства банка предоставить кредит. Заемщика часто информируют о заключении соглашения посредством извещения о том, что банк хотел бы предоставить кредит на определенную сумму. Это письмо не является юридическим обязательством банка. Если бы кредитоспособность заемщика ухудшилась в течение года, банк мог бы отказаться от предоставления кредита. Однако в большинстве случаев банк считает такое соглашение своим обязательством.

Револьверный кредит (revolving credit) - автоматически возобновляемый кредит (или аккредитив), кредитная линия. Юридически формализованный контракт о предоставлении кредита на некую максимальную сумму в течение определенного периода.

Если финансовое положение фирмы не изменяется, то ранее предоставленная ей кредитная линия пролонгируется на фиксированный срок (обычно на год). При пересмотре кредита уточняются следующие параметры кредита: размер кредитной линии, процентная ставка по кредиту и другие условия. Размер процентной ставки - особо важная категория для банка, так как колеблемость процентных ставок во времени резко возрастает.

Револьверная кредитная линия может быть и обеспеченной, если банк требует внесения залога для ее открытия.

Револьверный кредит в отличие от кредитной линии представляет собой юридическое обязательство предоставлять кредит в пределах установленного

объема на протяжении установленного периода. Пока обязательство сохраняет силу, банк должен предоставлять кредит, когда бы заемщик ни пожелал, при условии, что общая его сумма не превысит определенной максимальной величины.

Процентные ставки. В отличие от процентных ставок по "безличным" финансовым инструментам денежного рынка, таким, как казначейские векселя, банковские акцепты и краткосрочные коммерческие векселя, условия по большинству коммерческих ссуд определяются в процессе личных переговоров между заемщиком и кредитором. В некоторых случаях банки стараются изменить ставку процента в зависимости от кредитоспособности заемщика: чем ниже кредитоспособность, тем выше ставка процента. Процентные ставки также изменяются в зависимости от состояния финансового рынка. Одной из величин, изменяющихся вместе с состоянием рынка, является базисная ставка.

Базисная ставка (prime rate) - это ставка по ссудам благополучным в финансовом отношении компаниям. Процентная ставка, устанавливаемая банками для крупных кредитоспособных клиентов, - единая в пределах страны.

Отклонения от базисной ставки. Несмотря на то что по определению "базисная ставка" - это цена, которую устанавливает банк наиболее кредитоспособным клиентам, в последнее время на практике дело обстояло иначе в условиях ужесточающейся конкуренции между банками за корпоративных клиентов, а также возросшей конкуренции со стороны рынка коммерческих векселей. Хорошо известные, благополучные в финансовом отношении компании часто берут ссуды с процентной ставкой ниже базисной. Устанавливаемая ставка основана на величине предельной стоимости денежных средств банка, которая отражается ставкой, выплачиваемой на финансовом рынке по депозитным сертификатам. К стоимости средств прибавляется процентная маржа, и в сумме получается ставка, которую платит клиент. Эта ставка изменяется ежедневно в соответствии с изменениями ставок финансового рынка. Как правило, ставка, которую платит клиент, на 1/4 - 1% ниже базисной. Разница зависит от условий конкуренции и от относительной рыночной "силы" заемщика.

Другие заемщики платят либо базисную ставку, либо ставку, превышающую базисную. Установление кредитной ставки банка связано с базисной ставкой. Банк может предоставить компании кредитную линию со ставкой на 1/2% выше базисной. Если базисная ставка 10%, то стоимость кредита для заемщика - 10,5%. Если базисная ставка понизится до 8%, заемщик будет платить 8,5%. Различия процентных ставок, устанавливаемых банком для разных клиентов, предположительно должны отражать только разницу в их кредитоспособности. Однако на эту разницу влияют и другие факторы. Среди них денежные остатки на счетах и другие суммы, характеризующие взаимоотношения между клиентом и банком (например, трастовый бизнес). Хороший клиент, который в прошлом поддерживал значительные остатки на счетах, может получить менее "дорогой" кредит, чем другая, равная ему по кредитоспособности фирма, у которой меньшие остатки на счетах. Еще одним фактором, определяющим отличие ставки от базисной, является стоимость обслуживания кредита. Вести дела по некоторым обеспеченным ссудам обходится банку весьма дорого, и эти издержки должны быть переложены на заемщика либо в виде увеличения процентной ставки, либо в виде дополнительного сбора.

Таким образом, ставка по краткосрочным ссудам зависит от стоимости средств банка, текущей базисной ставки, кредитоспособности заемщика, текущих и перспективных отношений между заемщиком и банком, а иногда и от других факторов. Из-за наличия постоянных издержек, связанных с изучением

кредитоспособности заемщиков и обработкой ссуды, можно ожидать, что проценты по небольшим ссудам будут выше, чем проценты по крупным кредитам.

Методы расчета процентной ставки. Есть 3 способа уплаты процентов по ссуде:

1. На инкассовой основе;
2. На основе дисконта;
3. На основе накопления.

Согласно первому из них ссудный процент выплачивается в момент погашения векселя. При втором способе взимания процентов на базе дисконта ссудный процент вычитается из исходной суммы займа.

Пример. Если сумма ссуды равна 10 000 долл. под 12% на 1 год, эффективная ставка процента по первому способу составляет:

$$1200 \text{ долл.} / 10\,000 \text{ долл.} = 12\%$$

При взимании процентов на базе дисконта величина ставки равна не 12%, а $1200 \text{ долл.} / 8800 \text{ долл.} = 13,64\%$.

Когда процент выплачивается на базе дисконта, мы используем в течение года только 8800 долл., но должны выплатить 10 000 долл. в конце года. Таким образом, эффективная ставка процента по второму способу выше, чем по первому. Следует отметить, что большая часть ссуд погашается по первому методу.

По ссудам с погашением в рассрочку банки и другие кредиторы обычно устанавливают проценты на базе сложения. Это означает, что процент прибавляют к сумме выплат средств для того, чтобы определить номинальную стоимость векселя. Предположим, что в нашем примере ссуда с погашением в рассрочку предоставлялась на условиях 12 равных ежемесячных выплат, а ссудный процент составил 12%. Заемщик получил 10 000 долл., а номинал векселя, следовательно, равен 11 200 долл. Таким образом, 1200 долл. и идут на выплату процентов. Однако заемщик использует все 10 000 долл. только в первый месяц, в конце этого месяца он должен выплатить $1/12$ часть от 11 200 долл., т.е. 933,33 долл. Выплаты на такую же сумму производятся в конце каждого из последующих 11 месяцев до тех пор, пока вексель не будет полностью погашен. На протяжении всего года заемщик использует только около половины первоначальной суммы в 10 000 долл. По сравнению с 12% эффективная ставка процента увеличивается в полтора раза, что составляет около 18,34% с учетом сложных процентов.

Компенсационные остатки. В дополнение к ссудному проценту коммерческие банки часто требуют от заемщика поддерживать остатки на счете в банке в объеме, прямо пропорциональном либо сумме кредита, либо сумме комиссионных. Эти минимальные остатки известны как компенсационные остатки. Требуемый объем компенсационных остатков варьируется в зависимости от конкретных условий на рынке кредитов и специфики отношений между кредитором и заемщиком. Банки хотели бы иметь остатки, составляющие по крайней мере 10% от предельной суммы кредита.

Пример. Если предельная сумма равна 2 млн долл., то заемщик должен был бы держать на счетах в среднем 200 000 долл. в год. Может иметь место и другой вариант: банк может потребовать, чтобы объем остатков составлял в среднем 8% от размера кредита плюс 5% на сумму задолженности клиента банку в течение срока использования кредита. Если кредитная линия фирмы составляла 2 млн

долл., а средний объем используемых заемных средств - 600 000 долл., то компенсационные остатки составили бы 130 000 долл.

Обеспеченный кредит. Многие фирмы не могут получить необеспеченную ссуду либо потому, что они еще не доказали свою надежность, либо потому, что банкиры невысоко оценивают способность фирмы выплатить долг. В обмен на предоставление ссуды кредиторы требуют обеспечение в виде ценных бумаг, которое сократит риск потери их средств. У кредиторов, имеющих ценные бумаги, 2 источника погашения ссуды: денежные средства, направляемые на обслуживание задолженности, а если этот источник не сработает по какой-то причине, то стоимость залога. Большинство кредиторов не предоставляет кредит, если ожидаемый приток денежных средств фирмы недостаточен для обеспечения высокой вероятности своевременного обслуживания задолженности. Для того чтобы сократить риск, они требуют в залог ценные бумаги.

Стоимость обеспечения. Превышение рыночной цены обеспечения над суммой кредита определяет степень защищенности ссуды. Если заемщик не в состоянии выполнить свои обязательства, кредитор может продать обеспечение и удовлетворить свои требования. Если поступления от продажи обеспечения превышают сумму кредита и процентов, то разница переводится на счет заемщика. Если стоимость обеспечения оказывается меньше суммы претензий, кредитор становится обычным необеспеченным кредитором на сумму, составляющую разницу. Так как обеспеченные кредиторы не желают становиться необеспеченными, они обычно принимают обеспечение, рыночная стоимость которого значительно выше суммы кредита для того, чтобы минимизировать вероятность их неспособности продать это обеспечение по цене, которая полностью удовлетворила бы его претензии. Степень защищенности, к которой стремится кредитор, изменяется в зависимости от кредитоспособности заемщика, вида имеющегося у него обеспечения и финансового института, предоставляющего ссуду. Размер залога варьируется в зависимости от нескольких факторов. Наиболее важным из них является ликвидность обеспечения. Если залог может быть быстро продан на рынке без снижения цены на него, то кредитор, вероятно, пойдет на предоставление ссуды, объем которой составляет значительный процент от стоимости обеспечения. С другой стороны, если залог - это специальный механизм, предназначенный именно для данной компании и не имеющий вторичного рынка, кредитор может вообще не предоставить кредита. Имеет значение также срок залога. Если он близок к сроку ссуды, то обеспечение будет более ценным для кредитора, чем в случае, когда оно носит более долгосрочный, чем кредит, характер. Так как обеспечение реализуется за деньги, то поступления от его реализации могут служить для погашения ссуды. Еще одним фактором является степень риска, связанная с залогом. Чем больше колебания его рыночной стоимости или чем меньше уверен кредитор в оценке его стоимости, тем менее привлекателен залог с точки зрения кредитора. Таким образом, ликвидность, срочность и риск определяют привлекательность различных видов залога для кредитора, а следовательно, и сумму финансирования, доступную компании.

Цессия. Дебиторская задолженность - это один из наиболее ликвидных активов фирмы; следовательно, она представляет собой хорошее обеспечение по ссуде. С точки зрения кредитора, основные трудности, которые встречаются при обеспечении этого вида, - затраты на обслуживание задолженности и риск обмана. Чтобы проиллюстрировать природу рассматриваемого соглашения, мы поговорим о типичной ссуде под цессию на дебиторскую задолженность. Компания может взять ссуду под векселя в банке или другом финансовом

институте. Поскольку процентные ставки по банковским ссудам обычно ниже, фирма, как правило, сначала пытается взять ссуду в банке.

Качество и размер дебиторской задолженности. Оценивая просьбу о предоставлении ссуды, кредитор анализирует качество дебиторской задолженности фирмы для того, чтобы определить, какой объем кредита может соответствовать такому обеспечению. Чем выше качество дебиторских счетов фирмы, тем выше объем кредита, определяющийся процентом от номинальной стоимости закладываемой дебиторской задолженности. Кредитор не обязан принимать в качестве обеспечения все дебиторские счета заемщика; обычно счета, имеющие низкий кредитный рейтинг или вообще не имеющие рейтинга, не могут служить обеспечением. В зависимости от качества заложенной дебиторской задолженности кредитор предоставляет кредит в размере 50 - 80% ее номинальной стоимости.

Суть процесса. Предположим, кредитор решил предоставить фирме кредит в размере 75% номинальной стоимости заложенной дебиторской задолженности. Затем фирма посылает кредитору реестр счетов, содержащий наименования дебиторов, даты выписки счетов и суммы счетов. Иногда кредитор требует свидетельство об отгрузке товара, например, счет. После получения реестра счетов кредитор предлагает заемщику подписать вексель и договор о предоставлении обеспечения. Затем фирма получает ссуду в размере 75% номинальной стоимости счетов, указанных в реестре.

Ссуда под вексель может быть получена либо с уведомлением, либо без уведомления. Во втором случае клиенты фирмы не извещаются о том, что их счета были использованы в качестве обеспечения по ссуде. Когда фирма получает платеж по счету, она переводит его вместе с другими аналогичными платежами кредитору. Кредитор сопоставляет суммы платежа и счета и сокращает объем задолженности заемщика на 75% общей суммы платежа. Оставшиеся 25% относятся на кредит счета заемщика в этом банке. При цессии без уведомления кредитору необходимо принять меры предосторожности, дабы увериться в том, что заемщик не удержит платежный чек. Напротив, при цессии с уведомлением дебитору сообщают о совершении цессии, и денежные переводы он направляет уже в адрес кредитора. В этом случае заемщик не сможет удержать платеж в свою пользу. Большая часть фирм предпочитает брать кредиты под залог дебиторской задолженности на безуведомительной основе, однако кредитор оставляет за собой право избрания цессии с уведомлением.

Кредитование под залог дебиторской задолженности является методом более или менее длительного финансирования. По мере того как фирма генерирует новые дебиторские счета, приемлемые для кредитора, эти счета закладываются и прибавляются к базе обеспечения, под которую фирма берет ссуды. Новые дебиторские счета заменяют старые в соответствии с изменениями в базе обеспечения, изменяется и объем кредитования. Ссуда под вексель является очень гибким инструментом обеспечения финансирования. По мере создания новой дебиторской задолженности фирма имеет возможность брать ссуды для финансирования этого процесса. Таким образом, ей открыт доступ к "встроенному" финансированию.

Ссуды под обеспечение запасами. Запасы также представляют собой достаточно ликвидные активы и, следовательно, могут служить обеспечением ссуды. Как и при ссуде под залог дебиторской задолженности, кредитор определяет размер аванса как процент от стоимости залога. Этот процент варьируется в зависимости от качества запасов. Некоторые виды запасов, такие, как зерно, высоколиквидны и в хороших условиях могут долго храниться. Степень безопасности, требуемая кредитором по ссуде под такой залог, очень мала, а

авансируемый процент может достигать до 90%. С другой стороны, рынок для высокоспециализированного оборудования может быть настолько мал, что кредитор вообще не захочет авансировать средства под такое обеспечение. Таким образом, не каждый вид запасов может служить обеспечением по ссуде.

Лучший залог - это относительно стандартный вид запасов, спрос на который существует независимо от маркетинговой деятельности заемщика.

Кредиторы определяют процент, который они готовы авансировать, учитывая ликвидность, способность к хранению, стабильность рыночной цены, сложность реализации и расходы, связанные с ней, виды запасов, предлагаемых в качестве обеспечения по ссуде. Издержки реализации некоторых видов запасов могут быть очень высоки. Кредиторы не хотят иметь дело с ликвидацией обеспечения, но они хотят также убедиться в том, что залог имеет адекватную стоимость в случае, когда заемщик прогорает и не способен выплатить кредит или хотя бы процент. Однако при выдаче большей части обеспеченных ссуд решение о выдаче зависит от возможностей заемщика генерировать денежные средства для обслуживания долга. Существует множество способов приобретения кредитором определенных прав на запасы, и мы рассмотрим их по очереди. Согласно первым трем методам (изменяющийся залог, залог движимого имущества и расписка о передаче имущества в доверительное управление) запасы остаются в собственности заемщика. В соответствии с двумя последними (товарные квитанции на хранение на складах общественного пользования и складах заемщика) запасами владеют третьи лица.

Изменяющийся залог (*floating lien*) - общий залог группы активов, таких, как счета дебиторов и запасы, без активов, определенных особым образом.

В соответствии с зарубежной практикой заемщик может заложить запасы "в общем", без спецификации их конкретных видов. В этом случае кредитор получает изменяющийся залог на все запасы заемщика. Этот залог является неопределенным по своей природе, и кредитор может счесть, что управлять им слишком сложно. Зачастую изменяющийся залог только играет роль дополнительной защиты и не оказывает влияния на решение о том, будет выдана ссуда или нет. Даже если обеспечение достаточно ценное, кредитор обычно стремится к тому, чтобы дать лишь умеренный аванс, поскольку трудно установить строгий контроль за обеспечением. Изменяющийся залог может быть осуществлен для покрытия запасов и дебиторской задолженности, а также расходов по инкассированию задолженности. Эта форма предоставляет кредитору залог на основную долю текущих активов фирмы. Кроме того, залог может быть сделан на любой период и включать как существующие, так и будущие запасы и обеспечение.

Закладная на движимое имущество. Залог движимого имущества (*chattel mortgage*) - залог под собственность, обычно оборудование, служащую обеспечением ссуды.

При залоге движимого имущества запасы идентифицируются по серийному номеру или каким-либо другим признакам. Заемщик пользуется правом собственности на товары, а кредитор имеет залог на запасы. Эти запасы не могут быть проданы без согласия кредитора. Из-за жестких требований идентификации эти закладные вряд ли пригодны для запасов с быстрым оборотом или запасов, которые идентифицируются с трудом из-за их размеров или других причин. Закладная данного вида вполне пригодна для определенных капитальных активов, таких, как механические инструменты.

Ссуды под трастовые договоры. Трастовый договор (*trust receipt*) - расписка в получении имущества в доверительное управление. Используется в случае

кредита, имеющего обеспечение, когда товары управляются по доверенности кредитора.

Трастовый договор используется для обеспеченного кредитования, когда товары передаются в доверительное управление кредитора. При ссуде под трастовый договор заемщик управляет запасами и средствами от их продажи по доверенности и в пользу кредитора. Этот тип кредитования широко использовали автомобильные дилеры, дилеры по продаже оборудования и дилеры, занимающиеся торговлей потребительскими товарами длительного пользования. Производитель автомобилей поставляет машины дилеру, который в свою очередь может финансировать оплату этих машин через финансовую компанию. Финансовая компания платит промышленнику за поставленные машины. Дилер подписывает трастовый договор, в котором определяется, что необходимо делать с товаром. Автомобильный дилер может продать машины, но должен передавать выручку от продажи кредитору в качестве платежа по ссуде. Запасы в трасте в отличие от запасов, находящихся в изменяющемся залоге, строго идентифицируются по серийному номеру и другим признакам. В нашем примере финансовая компания периодически проверяет машины, имеющиеся в наличии у дилера. Серийные номера этих машин сверяют с номерами, указанными в трастовом соглашении. Цель проверки - выяснить, не продал ли дилер машины без перевода выручки в адрес финансовой компании.

По мере приобретения дилером новых машин у изготовителя подписывается новый трастовый контракт. Затем дилер берет кредит под новый залог, управляя этим залогом по доверенности. Хотя при ссуде под трастовый контракт осуществляется более жесткий контроль над залогом, чем при изменяющемся залоге, существует риск, что запасы будут реализованы без передачи выручки кредитору. Следовательно, кредитор должен провести оценку надежности дилера прежде, чем осуществит финансирование. У нечестного дилера есть множество способов обмануть кредитора.

Многие производители товаров длительного пользования финансируют запасы своих дистрибьюторов или дилеров. Их цель - побудить дилеров или дистрибьюторов к поддержанию разумного уровня запаса товаров. Это обусловлено тем, что чем больше запасы, тем больше вероятность, что дилер или дистрибьютор должен реализовать их. Так как производитель заинтересован в продаже своего товара, условия финансирования в этом случае часто более привлекательны, чем в случае с кредитором "со стороны".

Ссуды под товарную квитанцию склада общественного пользования (terminal warehouse receipt loan) - заем, обеспеченный товарами, находящимися на складе общественного пользования, квитанция которого есть у кредитора.

Заемщик обеспечивает ссуду под товарную квитанцию склада общественного пользования, помещая запасы на такой склад. Ссуда под товарную квитанцию склада общественного пользования - ссуда, обеспеченная товаром на этом складе; квитанция на этот товар хранится у кредитора. Компания-владелец склада (складская компания) выписывает квитанцию, которая свидетельствует о праве на определенный товар, который размещен на складе этой компании. Эта квитанция даст кредитору право на товар как на обеспечение, под которое может быть выдан кредит. В этом случае склад может выдать залог заемщику только с согласия кредитора. Следовательно, кредитор может установить жесткий контроль за залогом и вернуть его только тогда, когда заемщик выплатит часть ссуды. Для своей защиты кредитор обычно требует от заемщика, чтобы он застраховал свой товар с выплатой в пользу кредитора.

Складские квитанции могут быть как передаваемыми, так и непередаваемыми. Непередаваемые квитанции выписываются на имя одной из

сторон - в данном случае кредитора, который получает права на распоряжение товаром и имеет единоличную власть в вопросе его выдачи заемщику. Передаваемая квитанция может быть передана посредством индоссамента. Для получения товара со склада необходимо предъявить квитанцию складскому работнику. Эта квитанция используется тогда, когда товар во время хранения переходит от одной стороны к другой. В случае с непередаваемыми квитанциями товар со склада может быть выдан только по письменному разрешению. Большая часть ссуд такого рода делается под непередаваемые квитанции.

Ссуда под товарные квитанции склада заемщика (field warehousing) - средство обеспеченного финансирования, когда товары, служащие обеспечением ссуды, хранятся в помещении заемщика под контролем лиц, уполномоченных банком. У заемщика эти товары отделяют от остальных запасов, и кредитор имеет право их удерживать.

При ссудах под квитанции склада общественного пользования товары хранятся на этих складах. Другой тип ссуды - под квитанции склада заемщика.

Эти ссуды предоставляются под товары, хранящиеся в помещениях заемщика. В этом случае на складской территории заемщика выделяется место для хранения товара, служащего обеспечением ссуды. Доступ к товару имеет лишь складская компания, которая таким образом устанавливает жесткий контроль за ним. (Товары, которые служат залогом, отделяются от остальных запасов заемщика). Складская компания выписывает квитанцию, аналогичную описанной в предыдущем разделе, и кредитор предоставляет кредит на основании залоговой цены товара. Такой вид кредита является полезным инструментом финансирования, когда нежелательно из-за дороговизны или из-за неудобства размещать товар на публичном складе. Предоставление ссуды под квитанцию склада заемщика приемлемо в случае, когда заемщику необходимо часто использовать запасы. Из-за необходимости оплачивать расходы складской компании, контролирующей товар, затраты в соответствии с этим способом могут быть сравнительно высокими.

Квитанция как залоговый документ хороша настолько, насколько надежна складская компания, выписывающая ее. Хорошо организованный, этот вид кредитования предоставляет кредитору возможность контролировать залог; однако достаточное число примеров обмана показывает, что квитанция не всегда отражает действительную стоимость. Складской работник должен строго контролировать товар. Элеватор зерна, который должен быть заполнен, может оказаться пустым. При более тщательном рассмотрении может выясниться, что емкости с химическим концентратом на самом деле содержат воду.

Перечень документов по потенциальному заемщику и поручителю (в случае консолидации бизнеса):

1. Физическое лицо:
 - Паспорт гражданина РФ;
 - Паспорт гражданина РФ - супруги/супруга заемщика;
2. ИП:
 - Свидетельство о государственной регистрации лица в качестве ИП либо Свидетельство о внесении записи в ЕГРИП;
 - Свидетельство о постановке на учет в налоговом органе;
 - Общегражданский паспорт гражданина;
 - Общегражданский паспорт гражданина - супруги/супруга заемщика;
 - Лицензии, разрешения на осуществление лицензируемых видов деятельности;

- Кредитные договоры, договоры залога, поручительства (при наличии текущих кредитов/займов);
- Договоры аренды торговых, офисных, производственных помещений, автотранспорта и оборудования (при наличии);
- Действующие хозяйственные договоры (при наличии);
- Договоры, на оплату которых запрашиваются кредитные средства (при наличии);
- Налоговая декларация за последний отчетный период;
- Копии выписок из банков за последние 3 месяца.

3. Юридическое лицо:

3.1. документы по правоспособности:

- Свидетельство о государственной регистрации юридического лица;
- Свидетельство о государственной регистрации изменений, внесенных в учредительные документы юридического лица (при наличии);
- Свидетельство о внесении в ЕГРЮЛ записи о юридическом лице, зарегистрированном до 1 июля 2002 г.;
- Выписка из ЕГРЮЛ, содержащая полный перечень сведений о юридическом лице, включаемых в запись ЕГРЮЛ (подлинник);
- Свидетельство о постановке юридического лица на учет в налоговом органе;
- Копия устава в действующей редакции, включая все внесенные изменения и дополнения;
- Копия учредительного договора в действующей редакции, включая все внесенные изменения и дополнения, или решение единственного участника об учреждении юридического лица;
- Копия протокола общего собрания участников (акционеров) или решение единственного участника об избрании (назначении) единоличного исполнительного органа юридического лица - генерального директора/директора, имеющего право действовать от имени юридического лица при ведении переговоров и подписании договоров, или доверенность на представителя, выданная единоличным исполнительным органом или заверенная нотариально;
- Копия приказа о назначении главного бухгалтера или об исполнении обязанностей главного бухгалтера (совмещении) генеральным директором или иным должностным лицом;
- Копии общегражданских паспортов должностных лиц юридического лица (учредителей, генерального директора/директора, главного бухгалтера/лица, исполняющего обязанности главного бухгалтера, уполномоченных подписать договор (договоры) с банком);
- Протокол уполномоченного органа управления юридического лица или решение единственного участника о заключении сделки (ряда взаимосвязанных сделок), являющейся крупной для юридического лица, если получение кредита является для юридического лица крупной сделкой.

3.2. Хозяйственные документы:

- Копии лицензий, разрешений на осуществление лицензируемых видов деятельности;
- Копии договоров аренды торговых, офисных, производственных помещений, автотранспорта и оборудования (при наличии);
- Копии действующих хозяйственных договоров (при наличии);
- Копии договоров, на оплату которых запрашиваются кредитные средства (при наличии).

3.3. Финансовые документы:

- Баланс на последнюю отчетную дату и отчет о прибылях и убытках за последний отчетный период (если клиент не находится на упрощенной системе налогообложения);

- Копии выписок из банков за последние 3 месяца;

- Налоговая декларация за последний отчетный период;

- Расшифровка дебиторской задолженности с указанием названия предприятия-дебитора, суммы задолженности, даты возникновения и ожидаемой даты погашения задолженности (по запросу кредитного подразделения);

- Расшифровка кредиторской задолженности, с указанием названия предприятия-кредитора, суммы задолженности, даты возникновения и ожидаемой даты погашения задолженности (по запросу кредитного подразделения);

- В случае если клиент имеет текущие кредиты в других банках - копии кредитных договоров, договоров залога и поручительства.

Юридическое лицо в форме акционерного общества помимо указанных документов представляет также:

1. Реестр акционеров (выписку) на дату подачи заявки;

2. Уведомление уполномоченного государственного органа о регистрации выпуска акций.

Перечень документов по потенциальному залогодателю и поручителю (в случае если бизнес не консолидируется)

1. Физическое лицо:

- Паспорт гражданина РФ;

- Паспорт гражданина РФ - супруги/супруга заемщика;

2. ИП:

- Свидетельство о государственной регистрации лица в качестве ИП либо Свидетельство о внесении записи в ЕГРИП;

- Свидетельство о постановке на учет в налоговом органе;

- Общегражданский паспорт гражданина;

- Общегражданский паспорт гражданина - супруги/супруга заемщика.

3. Юридическое лицо:

Документы по правоспособности:

- Свидетельство о государственной регистрации юридического лица;

- Свидетельство о государственной регистрации изменений, внесенных в учредительные документы юридического лица (при наличии);

- Свидетельство о внесении в ЕГРЮЛ записи о юридическом лице, зарегистрированном до 1 июля 2002 г.;

- Выписка из ЕГРЮЛ, содержащая полный перечень сведений о юридическом лице, включаемых в запись ЕГРЮЛ (подлинник);

- Справка из ФНС об открытых счетах (при наличии);

- Свидетельство о постановке юридического лица на учет в налоговом органе;

- Копия устава в действующей редакции, включая все внесенные изменения и дополнения;

- Копия учредительного договора в действующей редакции, включая все внесенные изменения и дополнения, или решение единственного участника об учреждении юридического лица;

- Копия протокола общего собрания участников (акционеров) или решение единственного участника об избрании (назначении) единоличного исполнительного органа юридического лица - генерального директора/директора, имеющего право действовать от имени юридического лица при ведении

переговоров и подписании договоров, или доверенность на представителя, выданная единоличным исполнительным органом или заверенная нотариально;

- Копия приказа о назначении главного бухгалтера или об исполнении обязанностей главного бухгалтера (совмещении) генеральным директором или иным должностным лицом;

- Копии общегражданских паспортов должностных лиц юридического лица (учредителей, генерального директора/директора, главного бухгалтера/лица, исполняющего обязанности главного бухгалтера, уполномоченных подписать договор (договоры) с банком));

- Протокол уполномоченного органа управления юридического лица или решение единственного участника о заключении сделки (ряда взаимосвязанных сделок), являющейся крупной для юридического лица, если получение кредита является для юридического лица крупной сделкой.

Юридическое лицо в форме акционерного общества помимо указанных документов предоставляет также:

1. Реестр акционеров (выписку) на дату подачи заявки;

2. Уведомление уполномоченного государственного органа о регистрации выпуска акций.

Копии документов, представляемых юридическими лицами, заверяются подписью руководителя юридического лица и его печатью с пометкой "Копия верна".

Копии документов, представляемых ИП/физическими лицами, заверяются подписью ИП/физического лица с пометкой "Копия верна".

При наличии у клиента расчетного счета в банке в кредитное досье подшиваются копии уставных и учредительных документов из юридического дела, заверенные подразделением, осуществляющим операционное обслуживание клиентов в филиале/Банке.

Допускается возможность изготовления копий с представленных оригиналов документов непосредственно сотрудником подразделения КМБ. В этом случае копии документов должны быть заверены подписью сотрудника с пометкой "Копия верна".

Перечень документов по предоставляемому обеспечению, представляемых потенциальным заемщиком /залогодателем:

1. Залог товаров в обороте, сырья:

- Правоустанавливающие и подтверждающие документы на предмет залога (при наличии):

- Договор купли-продажи либо иной договор, на основании которого перешло право собственности;

- Сертификаты соответствия (проверяются выборочно, но не менее 10 позиций);

- Складская справка по наименованиям товарных групп (например, продукты питания в ассортименте);

- Документы, подтверждающие право залогодателя на пользование помещениями под хранение товара (сырья): договоры аренды, пользования, свидетельство о регистрации права и проч.

2. Залог основных средств (торговое, производственное оборудование):

- Правоустанавливающие и подтверждающие документы на предмет залога (при наличии):

- Договор купли-продажи, накладные, счета и/или счета-фактуры, акт приема-передачи, если таковой предусмотрен договором купли-продажи;

- Платежные поручения, либо приходно-кассовые ордера, либо чеки на оплату товара;

- Расшифровка (перечень с идентифицирующими признаками) основных средств по балансу на последнюю отчетную дату, либо справка об основных средствах, либо инвентаризационная ведомость за подписью руководителя и главного бухгалтера и печатью организации для залогодателей - ЮЛ;

- Гарантийное письмо - для залогодателей - физических лиц (в случае если отсутствуют либо частично отсутствуют правоустанавливающие и правоподтверждающие документы на предмет залога, только при условии, что совокупная стоимость оборудования не превышает 1 000 000 руб. РФ);

- Документы, подтверждающие право залогодателя на пользование помещениями, в которых установлены (хранятся/располагаются) основные средства. Договоры аренды, пользования, свидетельство о регистрации права и проч.;

- Сертификаты соответствия (при наличии).

3. Залог транспортного средства:

- Свидетельство о регистрации транспортного средства;

- Паспорт транспортного средства (при выдаче кредита оригинал передается на хранение в банк).

4. Залог личного имущества физического лица:

- Договор купли-продажи либо иной договор, на основании которого перешло право собственности (при наличии);

- Документы, подтверждающие оплату и передачу товара (чеки, либо квитанции об оплате, либо кассовые чеки, либо корешки приходно-кассовых ордеров, накладные и т.п.) (при наличии);

- Технические документы (технический паспорт, руководство по пользованию, гарантийный талон и т.п.) (при наличии);

- Гарантийное письмо, при условии, что совокупная стоимость имущества не превышает 1 000 000 руб. РФ.

5. Залог недвижимого имущества:

5.1. Правоустанавливающие документы:

- договор купли-продажи;

- договор мены;

- договор дарения;

- решение суда;

- документы о приватизации;

- договор уступки прав;

- свидетельство о праве на наследство по закону;

- договор передачи с заявлением;

- свидетельство о праве на наследство по завещанию;

- справка ЖСК о полной выплате пая;

- дубликаты перечисленных выше документов.

Примечание:

- на правоустанавливающих документах на недвижимость, заключенных до 2000 г., должен быть штамп о государственной регистрации;

- к правоустанавливающим документам на недвижимость, заключенным после 1 марта 1996 г., должен обязательно прилагаться акт приема-передачи недвижимости.

5.2. Правоподтверждающие документы:

- свидетельство о праве на жилище;

- свидетельство о государственной регистрации права (выдаются с 2000 г.);

- свидетельство на право собственности;

- дубликаты указанных выше документов.

5.3. Документы, необходимые для передачи в залог квартиры (комнаты) физическим лицом:

1. Правоустанавливающий документ.

2. Правоподтверждающий документ.

3. Согласие супруга(ги) на залог (если квартира была приобретена в период брака, а брачный контракт в отношении нее не составлялся) или заявление от залогодателя, что залогодатель в зарегистрированном браке не состоит (указанное заявление можно делать непосредственно при удостоверении договора ипотеки).

4. Копия свидетельства о браке, или свидетельства о расторжении брака, или брачный контракт.

5. Согласие органов опеки и попечительства в случаях, предусмотренных законодательством.

6. Справка о нормативной стоимости, выдаваемая уполномоченным на то органом (ГУПТИ, Ростехинвентаризация и т.п.).

7. Экспликация.

8. Разрешение на перепланировку, если она имела место.

9. поэтажный план.

10. Выписка из домовой книги.

11. Копия финансово-лицевого счета.

12. Справка из налоговой инспекции об отсутствии задолженности по налогам (обязательно, если квартира перешла в собственность по договору дарения или свидетельству о праве на наследство).

13. Выписка из ЕГРП об отсутствии обременения на недвижимое имущество (данные, указанные в выписке, действительны только на день ее выдачи).

Примечание:

- если от имени залогодателя действует его представитель по доверенности, такая доверенность должна быть нотариально удостоверена;

- все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

5.4. Документы, необходимые для передачи в залог квартиры (комнаты) юридическим лицом:

1. Правоустанавливающий документ.

2. Правоподтверждающий документ.

3. Баланс юр. лица на последнюю отчетную дату.

4. Решение уполномоченного органа юр. лица о согласии на залог квартиры (комнаты), если сделка крупная.

5. Учредительные и регистрационные документы юр. лица.

6. Для акционерных обществ, созданных в порядке приватизации государственных и муниципальных предприятий, требуется выписка из реестра акционеров с указанием количества акций, находящихся в собственности государства. Если более 25% акций находится в государственной собственности, обязательно согласие соответствующего держателя государственного пакета (комитета по управлению имуществом или фонда имущества).

7. Копия общегражданского паспорта руководителя юр. лица или иного документа, являющегося удостоверением личности на территории РФ.

8. Справка о нормативной стоимости, выдаваемая уполномоченным на то органом (ГУПТИ, Ростехинвентаризация и т.п.).

9. Экспликация.

10. Разрешение на перепланировку, если она производилась.

11. поэтажный план.

12. Выписка из домовой книги.

13. Копия финансово-лицевого счета.

14. Справка из налоговой инспекции об отсутствии задолженности по налогам (обязательно, если квартира перешла в собственность по договору дарения или свидетельству о праве на наследство).

15 Выписка из ЕГРП об отсутствии обременения на недвижимое имущество (данные, указанные в выписке, действительны только на день ее выдачи).

Примечание:

- в случае подписания договора ипотеки лицом, не являющимся руководителем юридического лица, представляется доверенность на заключение сделки, подписанная уполномоченным лицом, скрепленная печатью юридического лица и нотариально удостоверенная;

- для индивидуальных частных (семейных) предприятий - письменное разрешение собственника на передачу имущества в залог;

- для государственных и муниципальных предприятий, владеющих имуществом на праве хозяйственного ведения, обязательно письменное согласие соответствующего комитета по управлению имуществом;

- все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

5.5. Документы, необходимые для передачи в залог жилого дома (земельного участка с расположенным на нем жилым домом) физическим лицом:

1. Правоустанавливающий документ.

2. Правоподтверждающий документ.

3. Справка из налоговой инспекции об отсутствии задолженности по налогам.

4. Право распоряжения землей:

на основании договора аренды:

- договор аренды земельного участка (зарегистрированный в органах, осуществляющих государственную регистрацию прав на недвижимое имущество и сделок с ним);

- согласие собственника земельного участка на передачу его в залог;

- свидетельство на право аренды, если договор аренды заключен на срок более года;

- кадастровые планы;

- справка о нормативной стоимости земельного участка (если цена не указана в кадастровых планах);

- свидетельство о праве аренды (выдается учреждением юстиции на основании зарегистрированного договора аренды);

на праве собственности:

- правоустанавливающий документ.

- передаточный акт (при наличии);

- правоподтверждающий документ;

- справка об отсутствии задолженности по налогам на землю;

- кадастровые планы;

- справка о нормативной стоимости земельного участка (если цена не указана в кадастровых планах);

5. Технический паспорт на жилой дом;

6. Разрешение на перепланировку, если она производилась;

7. Справка о нормативной стоимости, выдаваемая уполномоченным на то органом (БТИ, Ростехинвентаризация и т.п.).

8. Выписка из домовой книги либо копия домовой книги, если она на руках у собственника.

9. Согласие супруга(ги) на залог (если закладываемое имущество было приобретено в период брака, а брачный контракт в отношении него не составлялся) или заявление от залогодателя, что залогодатель в зарегистрированном браке не состоит (указанное заявление можно делать непосредственно при удостоверении договора ипотеки).

10. Свидетельство о браке, копия свидетельства о браке или свидетельства о расторжении брака, или брачный контракт.

11. Согласие органов опеки и попечительства в случаях, предусмотренных законодательством.

12. Копия общегражданского паспорта залогодателя или иного документа, являющегося удостоверением личности на территории РФ.

Примечание:

- ипотека зданий или сооружений допускается только с одновременной ипотекой по тому же договору земельного участка, на котором находятся эти здания или сооружения, либо части этого участка, функционально обеспечивающей закладываемый объект, либо принадлежащего залогодателю права аренды этого участка или его соответствующей части (ст. 69 Федерального закона "Об ипотеке");

- если предметом ипотеки является принадлежащее залогодателю право аренды, арендованное имущество должно быть определено в договоре об ипотеке так же, как если бы оно само являлось предметом ипотеки, и должен быть указан срок аренды (ст. 9 Федерального закона "Об ипотеке");

- все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

5.6. Документы, необходимые для передачи в залог жилого дома (земельного участка с расположенным на нем жилым домом) юридическим лицом:

1. Правоустанавливающий документ.

2. Правоподтверждающий документ.

3. Справка из налоговой инспекции об отсутствии задолженности по налогам.

4. Право распоряжения землей:

на основании договора аренды:

- договор аренды земельного участка (зарегистрированный в органах, осуществляющих государственную регистрацию прав на недвижимое имущество и сделок с ним);

- согласие собственника земельного участка на передачу его в залог;

- свидетельство на право аренды, если договор аренды заключен на срок более года;

- кадастровые планы;

- справка о нормативной стоимости земельного участка (если цена не указана в кадастровых планах);

- свидетельство о праве аренды (выдается учреждением юстиции на основании зарегистрированного договора аренды);

на праве собственности:

- правоустанавливающий документ.

- передаточный акт (при наличии);

- правоподтверждающий документ;

- справка об отсутствии задолженности по налогам на землю;

- кадастровые планы;

- справка о нормативной стоимости земельного участка (если цена не указана в кадастровых планах).

5. Технический паспорт на жилой дом.

6. Разрешение на перепланировку, если она производилась.

7. Справка о нормативной стоимости, выдаваемая уполномоченным на то органом (БТИ, Ростехинвентаризация и т.п.).

8. Выписка из домовой книги либо копия домовой книги, если она на руках у собственника.

9. Баланс юр. лица на последнюю отчетную дату.

10. Решение уполномоченного органа юр. лица о согласии на передачу в залог имущества, если сделка крупная.

11. Учредительные и регистрационные документы юр. лица.

12. Копия общегражданского паспорта руководителя юр. лица или иного документа, являющегося удостоверением личности на территории РФ.

Примечание:

- ипотека зданий или сооружений допускается только с одновременной ипотекой по тому же договору земельного участка, на котором находится это здание или сооружение, либо части этого участка, функционально обеспечивающей закладываемый объект, либо принадлежащего залогодателю права аренды этого участка или его соответствующей части (ст. 69 Федерального закона "Об ипотеке");

- если предметом ипотеки является принадлежащее залогодателю право аренды, арендованное имущество должно быть определено в договоре об ипотеке так же, как если бы оно само являлось предметом ипотеки, и должен быть указан срок аренды (ст. 9 Федерального закона "Об ипотеке");

- в случае подписания договора ипотеки лицом, не являющимся руководителем юридического лица, представляется доверенность на заключение сделки, подписанная уполномоченным лицом, скрепленная печатью юридического лица и нотариально удостоверенная;

- для акционерных обществ, созданных в порядке приватизации государственных и муниципальных предприятий, требуется выписка из реестра акционеров с указанием количества акций, находящихся в собственности государства. Если более 25% акций находится в государственной собственности, обязательно согласие соответствующего держателя государственного пакета (комитета по управлению имуществом или фонда имущества);

- для индивидуальных частных (семейных) предприятий - письменное разрешение собственника на передачу имущества в залог;

- для государственных и муниципальных предприятий, владеющих имуществом на праве хозяйственного ведения, обязательно письменное согласие соответствующего комитета по управлению имуществом;

- все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

5.7. Документы, необходимые для передачи в залог нежилого здания (части нежилого здания, земельного участка с расположенным на нем нежилым зданием) физическим лицом:

1. Правоустанавливающий документ.

2. Правоподтверждающий документ.

3. Справка из налоговой инспекции об отсутствии задолженности по налогам.

4. Право распоряжения землей:

на основании договора аренды:

- договор аренды земельного участка (зарегистрированный в органах, осуществляющих государственную регистрацию прав на недвижимое имущество и сделок с ним);

- согласие собственника земельного участка на передачу его в залог;

- свидетельство на право аренды, если договор аренды заключен на срок более года;

- кадастровые планы;
- справка о нормативной стоимости земельного участка (если цена не указана в кадастровых планах);
- справка о выкупной стоимости аренды (выдается комитетом по земельным ресурсам);
- свидетельство о праве аренды (выдается учреждением юстиции на основании зарегистрированного договора аренды);
- на праве собственности:
 - правоустанавливающий документ;
 - передаточный акт (при наличии);
 - правоподтверждающий документ;
 - справка об отсутствии задолженности по налогам на землю;
 - кадастровые планы;
 - справка о нормативной стоимости земельного участка (если цена не указана в кадастровых планах).

5. Технический паспорт на нежилое здание.

6. Разрешение на перепланировку, если она производилась.

7. Справка о нормативной стоимости, выдаваемая уполномоченным на то органом (БТИ, Ростехинвентаризация и т.п.).

8. Согласие супруга(ги) на залог (если квартира была приобретена в период брака, а брачный контракт в отношении нее не составлялся) или заявление от залогодателя, что залогодатель в зарегистрированном браке не состоит (указанное заявление можно делать непосредственно при удостоверении договора ипотеки).

9. Свидетельство о браке, копия свидетельства о браке или свидетельства о расторжении брака, или брачный контракт.

10. Копия общегражданского паспорта залогодателя или иного документа, являющегося удостоверением личности на территории РФ.

Примечание:

- при передаче в залог части нежилого помещения ипотека земельного участка, занимаемого частью здания, не является обязательным условием действительности договора ипотеки части здания;

- все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

5.8. Документы, необходимые для передачи в залог нежилого здания (части нежилого здания, земельного участка с расположенным на нем нежилым зданием) юридическим лицом:

1. Правоустанавливающий документ.

2. Правоподтверждающий документ.

3. Справка из налоговой инспекции об отсутствии задолженности по налогам.

4. Право распоряжения землей:

на основании договора аренды:

- договор аренды земельного участка (зарегистрированный в органах, осуществляющих государственную регистрацию прав на недвижимое имущество и сделок с ним);

- согласие собственника земельного участка на передачу его в залог;

- свидетельство на право аренды, если оно выдавалось;

- кадастровые планы;

- справка о нормативной стоимости земельного участка (если цена не указана в кадастровых планах);

- справка о выкупной стоимости аренды (выдается комитетом по земельным ресурсам);

- свидетельство о праве аренды (выдается учреждением юстиции на основании зарегистрированного договора аренды);
- на праве собственности:
 - правоустанавливающий документ;
 - передаточный акт (при наличии);
 - правоподтверждающий документ;
 - справка об отсутствии задолженности по налогам на землю;
 - кадастровые планы;
 - справка о нормативной стоимости земельного участка (если цена не указана в кадастровых планах).

5. Технический паспорт на нежилое здание (если закладывается часть здания, выписка из технического паспорта).

6. Разрешение на перепланировку, если она производилась.

7. Справка о нормативной стоимости, выдаваемая уполномоченным на то органом (БТИ, Ростехинвентаризация и т.п.).

8. Баланс юр. лица на последнюю отчетную дату.

9. Решение уполномоченного органа об отчуждении нежилого помещения (части нежилого помещения), если сделка для юр. лица является крупной.

10. Учредительные и регистрационные документы юр. лица.

11. Копия общегражданского паспорта руководителя юр. лица или иного документа, являющегося удостоверением личности на территории РФ.

Примечание:

- ипотека зданий или сооружений допускается только с одновременной ипотекой по тому же договору земельного участка, на котором находится это здание или сооружение, либо части этого участка, функционально обеспечивающей закладываемый объект, либо принадлежащего залогодателю права аренды этого участка или его соответствующей части (ст. 69 Федерального закона "Об ипотеке");

- если предметом ипотеки является принадлежащее залогодателю право аренды, арендованное имущество должно быть определено в договоре об ипотеке так же, как если бы оно само являлось предметом ипотеки, и должен быть указан срок аренды (ст. 9 Федерального закона "Об ипотеке");

- при передаче в залог части нежилого помещения ипотека земельного участка, занимаемого частью здания, не является обязательным условием;

- в случае подписания договора ипотеки лицом, не являющимся руководителем юридического лица, представляется доверенность на заключение сделки, подписанная уполномоченным лицом, скрепленная печатью юридического лица и нотариально удостоверенная;

- для акционерных обществ, созданных в порядке приватизации государственных и муниципальных предприятий, требуется выписка из реестра акционеров с указанием количества акций, находящихся в собственности государства. Если более 25% акций находится в государственной собственности, обязательно согласие соответствующего держателя государственного пакета (комитета по управлению имуществом или фонда имущества);

- для индивидуальных частных (семейных) предприятий - письменное разрешение собственника на передачу имущества в залог;

- для государственных и муниципальных предприятий, владеющих имуществом на праве хозяйственного ведения, обязательно письменное согласие соответствующего комитета по управлению имуществом;

- все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

5.9. Документы, необходимые для передачи в залог предприятия как имущественного комплекса.

1. Согласие собственника имущества, относящегося к предприятию, или уполномоченного им органа (распространяется на договоры ипотеки, предметом которых являются имущественные комплексы (предприятия), принадлежащие государственным или муниципальным унитарным предприятиям на праве хозяйственного ведения. Если предприятие находится в федеральной собственности, согласие дает Министерство имущественных отношений РФ, а если в собственности субъектов Федерации или муниципальной собственности - соответствующие комитеты по имуществу).

2. Акт инвентаризации.

3. Баланс юр. лица на последнюю отчетную дату.

4. Заключение независимого аудитора о составе и стоимости имущества, относящегося к предприятию.

5. Отчет независимого эксперта об оценке имущества, относящегося к предприятию.

Примечание:

- остальные документы запрашиваются идентично с документами, необходимыми для передачи в залог нежилого здания;

- все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

5.10. Документы, необходимые для передачи в залог земельного участка физическим лицом.

1. Правоустанавливающий документ.

2. Правоподтверждающий документ.

3. Справка об отсутствии задолженности по налогам на землю.

4. Кадастровые планы в 4 экземплярах.

5. Справка о нормативной стоимости земельного участка (если цена не указана в кадастровых планах).

6. Согласие супруга(ги) на залог (если квартира была приобретена в период брака, а брачный контракт в отношении нее не составлялся) или заявление от залогодателя, что залогодатель в зарегистрированном браке не состоит (указанное заявление можно делать непосредственно при удостоверении договора ипотеки).

7. Копия свидетельства о браке, или свидетельства о расторжении брака, или брачный контракт.

8. Копия общегражданского паспорта залогодателя или иного документа, являющегося удостоверением личности на территории РФ.

Примечание:

- все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

5.11. Документы, необходимые для передачи в залог земельного участка юридическим лицом.

1. Правоустанавливающий документ.

2. Правоподтверждающий документ.

3. Справка об отсутствии задолженности по налогу на землю.

4. Кадастровые планы в 4 экземплярах.

5. Справка о нормативной стоимости земельного участка (если цена не указана в кадастровых планах).

6. Баланс юр. лица на последнюю отчетную дату.

7. Решение уполномоченного органа о передаче в залог земельного участка, если сделка для юр. лица является крупной.

8. Учредительные и регистрационные документы юр. лица.
9. Документы, подтверждающие полномочия руководителя юр. лица.
10. Копия общегражданского паспорта руководителя юр. лица или иного документа, являющегося удостоверением личности на территории РФ.

Примечание:

- в случае подписания договора ипотеки лицом, не являющимся руководителем юридического лица, представляется доверенность на заключение сделки, подписанная уполномоченным лицом, скрепленная печатью юридического лица и нотариально удостоверенная;

- для акционерных обществ, созданных в порядке приватизации государственных и муниципальных предприятий, требуется выписка из реестра акционеров с указанием количества акций, находящихся в собственности государства. Если более 25% акций находится в государственной собственности, обязательно согласие соответствующего держателя государственного пакета (комитета по управлению имуществом или фонда имущества);

- для индивидуальных частных (семейных) предприятий - письменное разрешение собственника на передачу имущества в залог;

- для государственных и муниципальных предприятий, владеющих имуществом на праве хозяйственного ведения, обязательно письменное согласие соответствующего комитета по управлению имуществом;

- все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

5.12. Документы, необходимые для передачи в залог объекта незавершенного строительства юридическим лицом.

1. Документ, подтверждающий отвод земельного участка под строительство объекта.

2. Разрешение соответствующих органов исполнительной власти на осуществление строительства.

3. Проектно-техническая документация (необходима в случаях, когда регистратор предполагает, что заявленный на регистрацию объект является самовольной постройкой, поскольку разрешение выдано на строительство другого объекта. Целесообразно в этих случаях запросить заключение органов госархстройнадзора, поскольку решение вопроса о соответствии возведенного объекта утвержденной проектно-сметной документации не должно входить в компетенцию регистратора).

4. Документы, подтверждающие отсутствие прав третьих лиц на объект незавершенного строительства (инвестора, подрядчика и т.д.).

5. Правоустанавливающие документы.

6. Правоподтверждающие документы.

7. Решение уполномоченного органа о передаче в залог земельного участка, если сделка для юр. лица является крупной.

8. Технический паспорт ГУПТИ - указывается стадия готовности в процентном соотношении.

9. Справка о нормативной стоимости, выдаваемая уполномоченным на то органом (ГУПТИ, Ростехинвентаризация и т.п.).

10. Свидетельство на право собственности или бессрочного пользования на землю, либо договор аренды с отметкой о выкупе арендных прав.

11. Справка из налоговой инспекции об отсутствии задолженности по налогу на имущество.

12. Справка об оплате земельных платежей.

13. Баланс юр. лица за последнюю отчетную дату.

14. Решение уполномоченного органа о передаче в залог объекта незавершенного строительства, если сделка для юр. лица является крупной.

15. Учредительные и регистрационные документы юр. лица.

16. Документы, подтверждающие полномочия руководителя юр. лица.

17. Копия общегражданского паспорта руководителя юр. лица или иного документа, являющегося удостоверением личности на территории РФ.

Примечание:

В соответствии с п. 2 ст. 25 Федерального закона "О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним" от 21 июля 1997 г. N 122-ФЗ (в ред. от 11.04.2002 N 36-ФЗ) государственная регистрация права на незавершенный строительством объект производится на основании документов, подтверждающих право пользования земельным участком для создания объекта недвижимого имущества, в установленных случаях на основании проектно-сметной документации, а также документов, содержащих описание объекта.

- все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

5.13. Документы, необходимые для передачи в залог объекта незавершенного строительства физическим лицом.

1. Документ, подтверждающий отвод земельного участка под строительство объекта.

2. Разрешение соответствующих органов исполнительной власти на осуществление строительства.

3. Проектно-техническая документация (необходима в случаях, когда регистратор предполагает, что заявленный на регистрацию объект является самовольной постройкой, поскольку разрешение выдано на строительство другого объекта. Целесообразно в этих случаях запросить заключение органов госархстройнадзора, поскольку решение вопроса о соответствии возведенного объекта утвержденной проектно-сметной документации не должно входить в компетенцию регистратора).

4. Документы, подтверждающие отсутствие прав третьих лиц на объект незавершенного строительства (инвестора, подрядчика и т.д.).

5. Правоустанавливающие документы.

6. Правоподтверждающие документы.

7. Согласие супруга(ги) на залог (если квартира была приобретена в период брака, а брачный контракт в отношении нее не составлялся) или заявление от залогодателя, что залогодатель в зарегистрированном браке не состоит (указанное заявление можно делать непосредственно при удостоверении договора ипотеки).

8. Свидетельство о браке, копия свидетельства о браке или свидетельства о расторжении брака, или брачный контракт.

9. Копия общегражданского паспорта залогодателя или иного документа, являющегося удостоверением личности на территории РФ.

10. Технический паспорт БТИ - указывается стадия готовности в процентном соотношении.

11. Справка о нормативной стоимости, выдаваемая уполномоченным на то органом (ГУПТИ, Ростехинвентаризация и т.п.).

12. Свидетельство на право собственности или бессрочного пользования на землю, либо договор аренды с отметкой о выкупе арендных прав.

13. Справка из налоговой инспекции об отсутствии задолженности по налогу на имущество.

14. Справка об оплате земельных платежей.

Примечание:

В соответствии с п. 2 ст. 25 Федерального закона "О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним" от 21 июля 1997 г. N 122-ФЗ (в ред. от 11.04.2002 N 36-ФЗ) государственная регистрация права на незавершенный строительством объект производится на основании документов, подтверждающих право пользования земельным участком для создания объекта недвижимого имущества, в установленных случаях на основании проектно-сметной документации, а также документов, содержащих описание объекта.

- все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

В том случае, если поручителем/залогодателем является физическое лицо/ИП, состоящий в браке, его супруг(а) в тексте договора залога выражает согласие на его заключение и ставит свою подпись. В том случае, если поручителем/залогодателем является физическое лицо/ИП, не состоящее в браке, в договоре залога он пишет: "В браке не состою" и заверяет подписью.

Все затраты по регистрации и нотариальному удостоверению сделок ложатся на залогодателя.

Заявления, копии документов и проч. документы должны быть нотариально удостоверены, если договор залога недвижимости удостоверяется нотариально.

Общие требования к заемщику:

Срок фактической работы не менее 6 месяцев. Под сроком фактической работы бизнеса понимается период, в течение которого фактические владельцы бизнеса заемщика осуществляли предпринимательскую деятельность.

Деятельность не убыточна по результатам проведенного финансового анализа управленческой отчетности (см. подробнее Шевчук Д.А. Банковские операции. Принципы. Контроль. Доходность. Риски. - М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2007; Шевчук Д.А. Создание собственной фирмы: Профессиональный подход. - М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2007; Шевчук Д.А., Шевчук В.А. Деньги. Кредит. Банки. Курс лекций в конспективном изложении: Учеб-метод, пособ. - М.: Финансы и статистика, 2006; Шевчук Д.А. Основы банковского дела. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006; Шевчук Д.А. Организация и финансирование инвестиций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006).

Сумма кредита не может превышать 100% собственного капитала Заемщика по данным анализа управленческой отчетности.

Наличие необходимой разрешительной документации (лицензии, сертификаты).

Наличие у владельцев бизнеса (аффилированных с ними лиц) личного имущества (недвижимость, автотранспорт, другое имущество), сравнимого с объемами бизнеса.

Отсутствие отрицательной кредитной истории.

Отсутствие претензий третьих лиц к счетам клиента (картотека неоплаченных документов, арест счетов и т.д.).

Поправочные коэффициенты (дисконт), применяемые в рамках программ кредитования бизнеса:

Объекты недвижимости (здания, сооружения, отдельные помещения в здании, незавершенное капитальное строение): не более 0,8.

Оборудование: не более 0,7.

В качестве предмета залога может выступать офисная и компьютерная техника, а также личное имущество физических лиц.

Залоговая оценка офисной и компьютерной техники, личного имущества производится кредитным экспертом на основании визуального осмотра, изучения документации и информации о рыночной стоимости аналогичных объектов и применения к рыночной стоимости поправочного коэффициента не более 0,6.

В случае залога оборудования наряду с технологическим, производственным и т.п. оборудованием могут рассматриваться торговые павильоны (зарегистрированные как временные сооружения). Оценка их залоговой стоимости производится путем применения к рыночной стоимости поправочного коэффициента не более 0,6.

Автотранспортные средства: не более 0,7.

Товары в обороте (товары, готовая продукция и т.д.): не более 0,6.

По товарам в обороте, как правило, в качестве рыночной стоимости принимается цена приобретения данных товаров залогодателем без учета НДС (по покупным товарам)/производственная себестоимость товаров (по товарам собственного производства). При этом кредитным экспертом обязательно должен быть изучен вопрос конкурентоспособности данной цены на рынке.

До принятия в залог имущества кредитный эксперт при выезде на место ведения бизнеса проводит осмотр и проверку фактического наличия имущества, соответствия данным о количестве и ассортименту (по виду и родовым признакам), проводит проверку наличия документов, подтверждающих право собственности. При залоге товаров в обороте обязательно проверяются сертификаты соответствия (выборочно, но не менее 10 позиций).

2.3.3. Вексельное обращение

Простой вексель. Это ценная бумага, содержащая простое и ничем не обусловленное обязательство векселедателя уплатить определенную сумму денег в определенный срок и в определенном месте векселедержателю или по его приказу. В простом векселе два участника: векселедатель, который обязуется уплатить по выданному им векселю, и первый приобретатель векселя, которому принадлежит право на получение платежа по векселю.

Простой вексель - это абстрактный денежный документ, который не имеет обеспечения.

Отличительными его чертами являются:

- возможность передачи по передаточной надписи;
- солидарная ответственность для участвующих в нем лиц, кроме лиц, совершивших безоборотную надпись;
- отсутствие необходимости нотариального заверения подписи;
- совершение при неоплате векселя в установленный срок нотариального протеста.

Простой вексель, срок платежа по которому не указан, рассматривается как подлежащий оплате по предъявлению. При отсутствии особого указания место составления векселя считается местом платежа и местом жительства векселедателя. Простой вексель, в котором не указано место его составления, рассматривается как подписанный в месте, указанном рядом с наименованием векселедателя.

К простому векселю применяются положения по индоссаменту, сроку платежа, порядку платежа, иску в случае неакцепта или неплатежа, платежа в порядке посредничества, копий, изменений формы, сроков исковой давности, авая, относящиеся к переводному векселю. Векселедатель по простому векселю обязан так же, как и акцептант по переводному векселю. Простой вексель является долговой распиской. В простом векселе участвуют два лица.

Предъявление простого векселя плательщику для акцепта, а следовательно, и составление протеста в неприятии не требуется, то есть с самого начала возникновения векселя имеется прямой должник.

Для ускорения оборачиваемости средств при расчетах векселями банки могут учитывать или дисконтировать их, выдавать ссуды под обеспечение векселей, оказывать услуги клиентам по получению платежей и выплате долгов по векселям.

Вексель способствует ускорению реализации товаров и увеличению скорости оборота оборотных средств, что приводит к уменьшению потребности предприятий в заемном капитале и денежных средствах в целом. Это достигается при следующих обстоятельствах: срок векселя соответствует срокам реализации товаров; векселями оформляются товарные сделки.

Дружеские и бронзовые векселя не связаны с фактическими сделками. Они позволяют получить дешевый кредит у третьего лица путем выписки векселей друг на друга - дружеские векселя, или выписки векселей на подставных лиц - бронзовые векселя.

Возможность передачи векселя с помощью индоссаumenta увеличивает обращаемость векселя и добавляет к выполняемой им функции средства расчетов функцию средства погашения взаимных долговых обязательств. Погашение обязательств при помощи векселя уменьшает потребность в деньгах.

Переводный вексель может быть передан третьему лицу посредством индоссаumenta. Лицо, передающее вексель по индоссаменту, называется индоссантом, лицо, получающее вексель по индоссаменту, - индоссатом (или индоссатором). Действие передачи векселя называется индоссированием (индоссацией). Если векселедатель указал в векселе слова "не по приказу" или другое аналогичное выражение, то документ может быть передан только с соблюдением формы и с последствиями обыкновенной цессии. Цессия представляет собой уступку требования в обязательстве другому лицу, передаче кому-либо своих прав на что-либо. Переуступающий свое право называется цедентом, приобретающий это право - цессионарием.

Индоссамент может быть совершен в пользу плательщика независимо от того, акцептовал ли он вексель или нет, в пользу векселедателя, а также другого обязанного по векселю лица. Эти лица могут в свою очередь индоссировать вексель.

Индоссамент является простым и ничем не обусловленным, а частичный индоссамент недействителен.

Индоссант при передаче векселя может указать в передаточной надписи оговорку "без оборота на меня" и тем самым снять с себя обратную ответственность по неоплаченному и опротестованному в неплатеже векселю, что не распространяется на последующих индоссантов.

Индоссамент пишется на переводном векселе или на присоединенном к нему дополнительном листе - аллонже. Он подписывается индоссантом.

Индоссамент может не содержать указания лица, в пользу которого он сделан, может состоять из одной подписи индоссанта. Такой индоссамент является бланковым. Чтобы бланковый индоссамент имел силу, он должен быть написан на обороте переводного векселя или на аллонже.

Индоссамент переносит все права, вытекающие из переводного векселя. Если индоссамент бланковый, то векселедержатель получает следующие права:

- заполнить бланк или своим именем, или именем другого лица;
- индоссировать в свою очередь вексель посредством бланка или на имя другого лица;
- передать вексель третьему лицу, не заполняя бланка и не совершая индоссаumenta.

Индоссант отвечает за акцепт и за платеж. При этом он может наложить запрет на новый индоссамент; в таком случае он не несет ответственности перед теми лицами, в пользу которых вексель был после этого индоссирован.

Если индоссамент содержит оговорки "валюта к получению", "на инкассо", "как доверенному" или другую оговорку, содержащую простое поручение, векселедержатель осуществляет все права, вытекающие из переводного векселя, но индоссировать его он может только в порядке препоручения. В этом случае обязанные лица могут заявлять против векселедержателя только такие возражения, которые могли бы быть противопоставлены индоссанту. Если индоссамент содержит оговорки "валюта в обеспечение", "валюта в залог" или другую оговорку, имеющую в виду залог, векселедержатель осуществляет все права, вытекающие из переводного векселя, но поставленный им индоссамент имеет силу лишь в качестве препоручительного индоссамента.

Индоссамент может быть совершен и после срока платежа. Он имеет ту же силу, что и предшествующий индоссамент. Финансист должен учитывать, что индоссамент, совершенный после протеста в неплатеже или после истечения срока, установленного для совершения протеста, имеет последствия обыкновенной цессии; при этом индоссамент без указания даты считается совершенным до истечения срока, установленного для совершения протеста.

Акцепт векселя. Переводный вексель до наступления срока платежа может быть предъявлен векселедержателем или лицом, у которого вексель находится, для акцепта плательщику в месте его жительства.

В переводном векселе векселедатель может установить, что вексель должен быть предъявлен к акцепту, с назначением или без назначения срока. Однако он может запретить в векселе предъявление его к акцепту при следующих обстоятельствах: вексель подлежит оплате у третьего лица или в ином месте, чем место жительства плательщика; вексель подлежит оплате через определенный срок по предъявлении. Векселедатель может также обусловить, что предъявление к акцепту не может иметь место ранее назначенного срока.

Каждый индоссант может определить, что вексель должен быть предъявлен к акцепту, с назначением срока или без его назначения, если вексель не объявлен векселедателем не подлежащим акцепту.

Плательщик может потребовать, чтобы вексель был вторично ему предъявлен на следующий день после первого предъявления, а заинтересованные лица могут сослаться на то, что это требование не было выполнено, только в том случае, если об этом требовании было упомянуто в протесте. Протест векселя представляет собой действия уполномоченного государственного органа - нотариуса, судебного исполнителя, официально подтверждающие факты, с которыми законодательство связывает наступление определенных правовых последствий. Протест оформляется актом. Актом протеста могут быть удостоверены: отказ плательщика от акцепта или оплаты векселя - протест в неакцепте или неплатеже; отказ акцептанта проставить дату акцепта - протест в недатировании акцепта; отказ депозитария векселя от его выдачи собственнику - протест о невручении. Наиболее распространены факты протеста в неакцепте и неплатеже векселей. Векселедержатель не обязан передавать плательщику вексель, предъявленный к акцепту.

Акцепт отмечается на переводном векселе. Он выражается словом "акцептован" или другим, аналогичным по смыслу словом, подписывается плательщиком. При этом финансист должен знать, что простая подпись плательщика, сделанная на лицевой стороне векселя, имеет силу акцепта.

Если вексель подлежит оплате в определенный срок от предъявления или если он должен быть предъявлен к акцепту в определенный срок в силу особого

условия, то акцепт должен быть датирован днем, в который он был дан. Однако векселедержатель может потребовать, чтобы акцепт был датирован днем предъявления. В случае отсутствия даты векселедержатель должен своевременно совершить протест.

Акцепт по векселю является простым и ничем не обусловленным, но плательщик может ограничить его определенной частью вексельной суммы. Другое изменение, произведенное акцептом в содержании переводного векселя, означает отказ в акцепте. В то же время акцептант отвечает согласно содержанию своего акцепта.

Если векселедатель указал в переводном векселе место платежа, отличное от места жительства плательщика, не указав при этом третьего лица, у которого платеж должен быть совершен, то плательщик может указать такое лицо при акцепте. Отсутствие такого указания означает, что акцептант обязался произвести платеж сам в месте платежа. Если вексель подлежит оплате в месте жительства плательщика, то плательщик может указать в акцепте какой-либо адрес в том же месте, в котором должен быть произведен платеж.

Посредством акцепта плательщик принимает на себя обязательство оплатить переводный вексель в срок. В случае неплатежа векселедержатель, даже если он является векселедателем, имеет против акцептанта прямой иск, основанный на переводном векселе, в отношении всего того, о чем может быть предъявлено требование.

Вексельное поручительство - аваль. Особую роль в вексельном обороте имеет аваль - вексельное поручительство. С помощью авалья платеж по переводному векселю может быть обеспечен полностью или в части вексельной суммы. Это обеспечение дается третьим лицом или одним из лиц, подписавших вексель. Аваль дается на переводном векселе, на аллонже или на отдельном листе с указанием места его выдачи. Он выражается, как правило, словами "считать за аваль" и подписывается тем, кто дает аваль. Для авалья достаточно одной лишь подписи, поставленной авалистом на лицевой стороне переводного векселя, если только эта подпись не поставлена плательщиком или векселедателем. В авале должно быть указано, за чей счет он дан. При отсутствии такого указания он считается данным за векселедателя.

После оплаты переводного векселя авалист приобретает права, вытекающие из переводного векселя, по отношению к тому, за кого он дал гарантию, и по отношению к лицам, которые обязаны перед тем, за кого была дана гарантия.

Срок платежа. Для векселя большое значение имеет срок платежа, который может быть установлен:

- по предъявлении;
- во столько-то времени от предъявления;
- во столько-то времени от составления;
- на определенный день.

Переводные векселя не могут содержать какие-либо другие сроки, в том числе последовательные сроки платежа.

В случае оплаты по предъявлении день предъявления является и днем платежа. Этот способ неудобен для плательщика, которому необходимо всегда иметь определенную сумму денег. При этом вексель должен быть предъявлен к платежу в течение одного года со дня его составления. Векселедатель может сократить этот срок или установить более продолжительный срок. Эти сроки могут быть сокращены индоссантами. Векселедатель может установить, что переводный вексель сроком по предъявлении не может быть предъявлен к платежу ранее определенного срока. В таком случае срок для предъявления течет с этого срока.

Срок платежа по переводному векселю во столько-то времени от предъявления определяется либо датой акцепта, либо датой протеста. При отсутствии протеста недатированный акцепт считается в отношении акцептанта сделанным в последний день срока, предусмотренного для предъявления к акцепту. Вексель с указанием во столько-то времени от предъявления удобен плательщику тем, что дает ему возможность подготовиться к платежу. Использование указанного срока делает очень важным день предъявления, так как от него начинается отсчет срока платежа. Днем предъявления считается отметка плательщика на векселе о согласии на оплату или дата протеста.

Срок платежа по переводному векселю, выданному сроком на один или на несколько месяцев от составления или от предъявления, наступает в соответствующий день того месяца, в котором платеж должен быть произведен. При отсутствии в данном месяце соответствующего дня срок платежа наступает в последний день этого месяца. Если переводный вексель выдан сроком в полтора месяца или в несколько месяцев с половиной от составления или от предъявления, то сначала отсчитываются целые месяцы. Если срок платежа назначен на начало, середину или на конец месяца, то под этими выражениями понимаются первое, пятнадцатое или последнее число месяца. Выражение "восемь дней" или "пятнадцать дней" означает не одну или две недели, а сроки в полные восемь или пятнадцать дней. Выражение "полмесяца" означает срок в пятнадцать дней.

Главное назначение векселя - это получение платежа. Держатель переводного векселя сроком на определенный день или во столько-то времени от составления или от предъявления предъявляет переводный вексель к платежу либо в день, когда он должен быть оплачен, либо в один из двух следующих рабочих дней.

Финансист должен помнить, что плательщик при оплате переводного векселя может потребовать, чтобы он был вручен ему векселедержателем с распиской в получении платежа. При этом векселедержатель не может отказаться от принятия частичного платежа.

В случае частичного платежа плательщик может потребовать отметки о таком платеже на векселе и выдачи ему в этом расписки.

Векселедержатель не обязан принимать платеж по переводному векселю до наступления срока. Плательщик обязан проверять правильность последовательного ряда индоссаментов, но не подписи индоссантов.

Если переводный вексель выписан в валюте, не имеющей хождения в месте платежа, то сумма его может быть уплачена в другой валюте по курсу на день наступления срока платежа. Если должник просрочил платеж, то векселедержатель может по своему усмотрению потребовать, чтобы сумма переводного векселя была выплачена в другой валюте по курсу либо на день наступления срока платежа, либо на день платежа.

Финансисту следует обратить внимание на то, что курс иностранной валюты определяется по официальному курсу ЦБ РФ. Однако векселедатель может установить, что подлежащая платежу сумма исчисляется по курсу, указанному в векселе. Этот порядок не применяется в случае, когда векселедатель обусловил, что платеж должен быть совершен в определенной, указанной в векселе, валюте. Это называется оговоркой эффективного платежа в какой-либо иностранной валюте.

В случае непредъявления переводного векселя к платежу в установленный срок должник может внести сумму векселя в депозит соответствующему органу власти на счет векселедержателя.

Неакцепт, неплатежи векселя. В случае неакцепта или неплатежа может быть предъявлен иск. Векселедержатель может обратиться свой иск против индоссантов, векселедателя и других обязанных лиц при следующих условиях:

- при наступлении срока платежа, если платеж не был совершен;
- до наступления срока платежа, если имел место полный или частичный отказ от акцепта;
- при несостоятельности плательщика независимо от того, акцептовал ли он вексель или нет, в случае прекращения им платежей, даже если это обстоятельство не было установлено судом, или в случае безрезультатного обращения взыскания на его имущество;
- в случае несостоятельности векселедателя по векселю, не подлежащему акцепту.

Протест в неакцепте совершается в сроки, установленные для предъявления к акцепту, а если первое предъявление имело место в последний день срока, то протест может быть совершен на следующий день. Протест в неплатеже переводного векселя сроком на определенный день или во столько-то времени от составления или предъявления совершается в один из двух рабочих дней, которые следуют за днем, в который переводный вексель подлежит оплате. Протест в неакцепте освобождает от предъявления к платежу и от протеста в неплатеже.

Для финансовой службы предприятия важно учитывать, что в случае прекращения платежей плательщиком независимо от того, акцептовал ли он вексель или нет, а также при безрезультатном обращении взыскания на имущество плательщика векселедержатель может реализовать свои права лишь после предъявления векселя плательщику для оплаты и после совершения протеста. При объявлении несостоятельным плательщика независимо от того, акцептовал ли он вексель или нет, а также при объявлении несостоятельным векселедателя по векселю, не подлежащему акцепту, для осуществления векселедержателем его прав достаточно вынесения судебного определения об объявлении несостоятельности.

Векселедатель, индоссант или авалист могут путем включенной в документ и подписанной оговорки "оборот без издержек", "без протеста" или другой аналогичной оговорки освободить векселедержателя от совершения протеста в неакцепте или в неплатеже для осуществления его прав регресса. При этом векселедержатель обязан предъявить переводный вексель в установленные сроки. Если оговорка включена векселедателем, то она имеет силу в отношении всех лиц, подписавших вексель; если она включена индоссантом или авалистом, то она имеет силу лишь в отношении его самого.

Права и обязанности лиц, участвующих в вексельном обороте.

На подлинном документе после последнего индоссамент, сделанного до снятия копии, может быть поставлена оговорка "начиная отсюда индоссирование действительно лишь на копии" или другая аналогичная оговорка. Тогда индоссамент, поставленный после этого на подлиннике, является недействительным.

Для вексельного оборота большое значение имеют сроки исковой давности. Исковые требования, вытекающие из переводного векселя против акцептанта, погашаются истечением трех лет со дня срока платежа. Исковые требования векселедержателя против индоссантов и против векселедателя погашаются истечением одного года со дня протеста, совершенного в установленный срок или со дня срока платежа, в случае оговорки об обороте без издержек. Исковые требования индоссантов друг к другу и к векселедателю погашаются истечением

шести месяцев, считая со дня, в который индоссант оплатил вексель, или со дня предъявления к нему иска.

Платеж по переводному векселю, срок которого падает на нерабочий день, может быть потребован лишь в первый следующий рабочий день. Если какое-либо из действий должно быть совершено в течение определенного срока, последний день которого является установленным нерабочим днем, то такой срок пролонгируется до ближайшего после истечения срока рабочего дня. Нерабочие дни, падающие на время течения срока, идут в счет срока.

Банковские операции с векселями.

Учет векселей. Это особая банковская операция - векселедержатель передает векселя банку по индоссаменту до наступления срока платежа и получает за это вексельную сумму за вычетом определенного процента от этой суммы. Этот процент называется учетным, или дисконтом.

К учету принимаются векселя, основанные только на товарных и коммерческих сделках. Векселя бронзовые, дружеские, встречные к учету не принимаются. Учитываемые векселя должны иметь не менее двух подписей. Количество передаточных подписей свидетельствует о надежности векселя. В отношении сроков векселей предпочтение отдается краткосрочным векселям, менее зависимым от изменения экономического положения клиентов и общей рыночной конъюнктуры. Не принимаются к учету векселя, выданные организациями и лицами, допускаявшими свои векселя до протеста.

При вычислении процента дисконта сначала определяются процентные числа, которые вычисляются умножением количества дней до срока погашения векселя на их сумму и делением на 100. Полученные процентные числа по учитываемым в определенный день различным векселям складываются, и сумма делится на частное от деления 360 на учетную ставку. Формула для расчета дисконта имеет вид:

$$C = P \times T \times Y : 36\ 000$$

где С - сумма дисконта, Т - срок до платежа, Р - сумма векселя, У - учетная ставка. Так, сумма дисконта по векселю на сумму 500 тыс. руб. со сроком до платежа 30 дней и при учетной ставке 20% составит: $(500 \times 30 \times 20) : 36\ 000 = 8,33$ тыс. руб.

Банки могут открывать предприятиям специальные ссудные счета и выдавать по ним кредиты, принимая в их обеспечение векселя. Ссуды оформляются без установления срока или до наступления срока погашения векселей, принимаемых в обеспечение. Векселя принимаются в обеспечение специального ссудного счета не на их полную стоимость: обычно 60 - 90% их суммы в зависимости от размера, установленного конкретным банком, а также в зависимости от кредитоспособности клиента и качества представленных им векселей.

Погашение кредита по специальному счету под векселя производится обычно самим кредитующим предприятием, после чего ему возвращаются из обеспечения векселя на сумму, соответствующую внесенной в погашение долга. Если от самого клиента средства не поступают, на погашение задолженности по специальному счету обращаются суммы, поступающие в оплату векселей.

2.4. Ипотечное кредитование и залоговые операции

На бытовом уровне залоговые операции достаточно известны в связи с деятельностью ломбардов. В условиях рыночной экономики подобные операции

являются обремененными и в отношении деятельности предприятий. В настоящее время все большее число коммерческих банков требуют залога при выдаче долгосрочных кредитов; в этом случае предметом залога чаще всего выступают акции предприятия.

Залог представляет собой способ обеспечения обязательства, при котором кредитор - залогодержатель приобретает право в случае неисполнения должником обязательства получить удовлетворение за счет заложенного имущества. Залоговые операции регулируются законодательством.

Субъектами залоговых операций выступают залогодатель и кредитор. Залогодатель - лицо, которому предмет залога принадлежит на правах собственности или полного хозяйственного ведения. Предметом залога могут быть вещи, ценные бумаги, имущественные права, иное имущество, отчуждение которого не запрещено законодательством. В частности, в качестве залога может выступать доля собственника в имуществе, при этом залог собственником своей доли общей долевой собственности не требует согласия остальных собственников. Залогодатель распоряжается заложенным имуществом, если иное не предусмотрено законом о залоге или договором о залоге. Залогодержатель имеет право проверять наличие, состояние и условия хранения заложенного имущества. При переходе долга, обеспеченного залогом, к новому залогодателю ему также передается право распоряжения заложенным имуществом. Порядок страхования заложенного имущества определяется договором.

Договор о залоге совершается в письменном виде по форме, установленной законодательством по месту заключения договора; несоблюдение установленной формы договора делает его недействительным. Залог, обеспечивающий обязательства, возникающие из нотариально заверенного договора, также подлежит нотариальному удостоверению. Залог предприятия в целом или иного имущества, подлежащего государственной регистрации, должен быть зарегистрирован там, где зарегистрировано само имущество; при этом договор о залоге считается заключенным с момента регистрации.

Различают два вида залога:

- а) заложенное имущество остается у залогодателя;
- б) заложенное имущество передается во владение залогодержателю (заклад).

Выбор варианта может определяться типом заложенного имущества: например, ценные бумаги могут служить в качестве залога, а действующее оборудование - не может. Первый вариант залога является более распространенным, поскольку позволяет залогодателю продолжать вести свою хозяйственную деятельность и выполнить свои обязательства по договору.

Имущество может быть перезаложено, если иное не предусмотрено законом и договором, при этом права залогодержателей сохраняются и удовлетворяются в последовательности их возникновения. Залогодатель обязан сообщать последующему залогодержателю о всех существующих залогах этого имущества, в противном случае он обязан возместить возможные убытки.

При неисполнении в срок обязательства, обеспеченного залогом, залогодержатель имеет право обратиться с иском на предмет залога. При недостаточности суммы, полученной от реализации заложенного имущества, залогодержатель может получить остальное за счет другого имущества должника, если иное не оговорено договором.

Залог является рискованной операцией для залогодателя, тем не менее для многих предприятий он нередко является практически единственным способом получить долгосрочную ссуду в банке.

Залог предприятия, строения, здания, сооружения, иного объекта, непосредственно связанного с землей, вместе с земельным участком или правом пользования им, называется ипотекой. Договор об ипотеке подлежит обязательному нотариальному удостоверению и регистрации в поземельной книге по месту вхождения объекта ипотеки. Ипотека предприятия распространяется на все его имущество. По требованию залогодержателя предприятие обязано представлять ему финансовую отчетность. При неисполнении предприятием обязательств залогодержатель вправе принять меры, предусмотренные договором, включая назначение своих представителей в органы управления предприятием и ограничение права распоряжаться имуществом и продукцией.

Расчеты по стандартным ипотечным ссудам. Наиболее распространенной является ипотечная ссуда, условия которой предполагают равные взносы должника. Взносы ежемесячные - постнумерандо или пренумерандо. В договоре обычно устанавливается ежемесячная ставка процента, редко - годовая номинальная.

В осуществлении ипотеки при покупке (строительстве) объекта залога участвуют три агента: продавец, покупатель (должник), заимодавец (кредитор). Взаимосвязи между ними показаны на рис. 2.5.1.

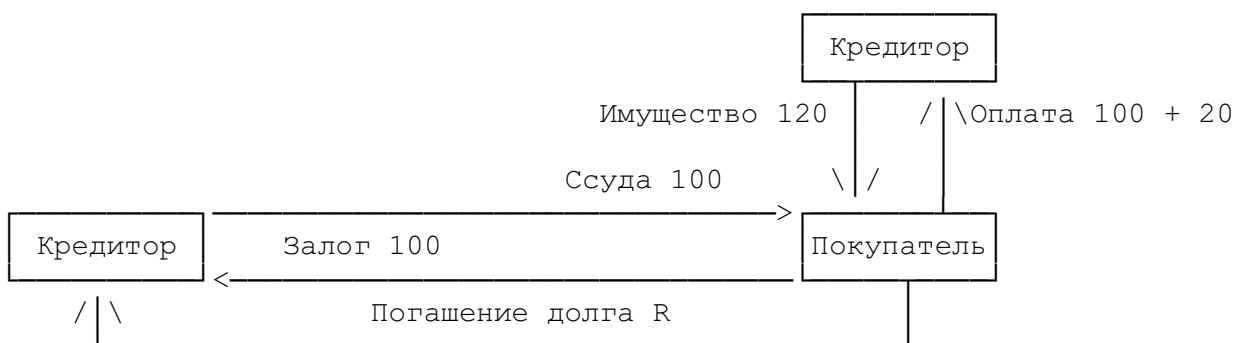


Рис. 2.5.1. Схема ипотечного кредитования

Продавец получает от покупателя за некоторое имущество полную его стоимость (120). Для того чтобы расплатиться, покупатель получает ссуду под залог этого имущества (100) и добавляет собственные средства (20). Задача заключается в определении размера ежемесячных погасительных платежей R и остатка задолженности на момент очередного ее погашения вплоть до полного погашения долга.

Поскольку погасительные платежи (взносы) представляют собой постоянную ренту, при решении поставленной задачи применим тот же принцип, что и при разработке плана погашения долгосрочного долга равными срочными уплатами (см. "Финансовая математика").

Как уже отмечалось, ипотечные ссуды выдаются на длительные сроки. Даже в стабильной экономике это связано с определенным риском, риском изменения процентной ставки на рынке кредитов. Некоторую страховку от такого риска обеспечивают условия ссуд, относящиеся к уровню процентной ставки.

Ссуды с периодическим изменением процентной ставки (rollover mortgage, RM). Схема этой ссуды предполагает, что стороны каждые три - пять лет пересматривают уровень процентной ставки. Таким образом, происходит периодическое среднесрочное кредитование при долгосрочном погашении задолженности. Тем самым создается возможность для некоторой, конечно, неполной, адаптации к изменяющимся условиям рынка.

Схема ипотеки с переменной процентной ставкой (variable-rate mortgage, VRM). Уровень ставки здесь "привязывается" к какому-либо распространенному финансовому показателю или индексу. Пересмотр ставки обычно осуществляется по полугодиям. Чтобы изменения ставок не были очень резкими, предусматриваются верхняя и нижняя границы разовых корректировок (например, не более 2%).

Особый вид ипотеки предназначен для заклада домов пожилыми владельцами. Он назван ипотекой с обратным аннуитетом (reverse-annuity mortgage, RAM). Цель такого залога - получение систематического дохода владельцем жилища. Операция напоминает продажу имущества в рассрочку.

Основной задачей при анализе ипотек является разработка планов погашения долга. Важно также уметь определить сумму остатка задолженности на любой момент процесса погашения.

2.5. Лизинг

Лизинг представляет собой долгосрочную аренду движимого и недвижимого имущества. Он является косвенной формой финансирования деятельности и применяется в том случае, когда предприятие не желает приобретать данный вид основных средств или не имеет финансовых возможностей сделать это.

Различают три формы лизинга: прямой, возвратный и смешанный. Прямой лизинг предусматривает по окончании срока аренды переход права собственности на объект лизинга к арендатору. Сущность возвратного лизинга заключается в том, что предприятие продает свое имущество лизинговой фирме и сразу же берет обратно в долгосрочную аренду. По окончании лизингового контракта право собственности на имущество вновь переходит к предприятию-арендатору. Такая ситуация может возникнуть в случае, когда предприятие испытывает временный недостаток в оборотных средствах. Смешанный лизинг предусматривает доленое участие арендатора и лизинговой фирмы в затратах по приобретению объекта лизинга. Эта форма аренды применяется обычно в отношении дорогостоящего имущества и является весьма распространенной формой финансирования деятельности предприятий в период их становления. Долевые расходы арендатора по приобретению имущества составляют, как правило, до 20% стоимости имущества. По окончании срока аренды право собственности на имущество переходит к арендатору.

Субъектами лизинговых операций, в которых объектом лизинга выступает оборудование, являются обычно три стороны: поставщик (производитель) оборудования, лизингодатель (арендодатель, лизинговая фирма), лизингополучатель (арендатор). В этом случае условиями лизингового контракта предусматриваются:

- поставка оборудования лизингополучателю поставщиком;
- ответственность поставщика за качество поставленного оборудования;
- оплата стоимости поставленного оборудования лизингодателем;
- общая сумма задолженности лизингополучателя лизингодателю, включающая стоимость оборудования, проценты за предоставленный кредит и прочие комиссионные платежи, а также порядок ее погашения;
- принятие лизингополучателем риска, связанного с порчей и гибелью объекта лизинга;
- переход права собственности на объект лизинга к лизингополучателю по окончании срока аренды или досрочного погашения задолженности перед лизингодателем.

Известны две формы лизинга - операционный и финансовый; инициатива выбора той или иной формы принадлежит обычно лизингополучателю. Эти формы различаются целевыми установками субъектов лизинговой операции, объемом их обязанностей, сроком использования имущества.

Операционный лизинг заключается на срок, меньший, чем амортизационный период арендуемого имущества, и предусматривает возврат объекта лизинга владельцу по окончании срока действия контракта. Как правило, техническое обслуживание, ремонт, страхование и другие обязательства в этом случае принимает на себя лизингодатель. Теоретически в этом случае общая сумма выплат арендатора за арендованное имущество не покрывает расходов арендодателя по его приобретению, поэтому, как правило, такое имущество сдается в операционный лизинг неоднократно. Нередко операционный лизинг предусматривает возможность досрочного возврата арендуемого имущества по желанию арендатора с выплатой определенного штрафа за расторжение лизингового контракта. Различают две основные причины, обуславливающие выбор арендатора в пользу операционного лизинга:

а) арендатору необходимо арендуемое имущество лишь на время, например для реализации какого-то проекта или работы, имеющих разовый характер; после окончания проекта надобность в данном типе имущества полностью отпадает;

б) арендуемое имущество подвержено сравнительно быстрому моральному старению, т.е. арендатор считает, что по истечении определенного времени, в частности, срока аренды, на рынке могут появиться новые, более эффективные аналоги данного имущества; в качестве наиболее распространенного примера можно привести вычислительную технику.

Финансовый лизинг заключается на весь амортизационный период арендуемого имущества и, как правило, не предусматривает досрочного расторжения лизингового контракта. Таким образом, платежи арендатора в этом случае превышают расходы арендодателя по приобретению данного имущества. Финансовый лизинг используется при аренде дорогостоящих объектов: земля, здания, дорогое оборудование.

Лизинговые операции выгодны всем участникам. Имея устоявшиеся контакты с лизинговой фирмой, поставщик в определенной степени освобождается от изучения рынка сбыта, предоставив эту возможность фирме, и вместе с тем может с ее помощью значительно увеличить сбыт своей продукции. Лизинговая фирма имеет доход от предоставления имущества в аренду и, кроме того, способствует инвестиционному процессу. Арендатор получает возможность обновить свою материально-техническую базу в кредит, не отвлекая из оборота финансовые ресурсы.

Виды лизинговых платежей. Важным элементом лизинговой операции является установление графика выплат - лизинговых платежей, которые включают в себя следующие элементы:

- Амортизацию финансируемого актива;
- Издержки лизингодателя, а именно:
 - расходы, связанные с привлечением капитала, т.е. процентные платежи по кредиту;
 - операционные издержки лизингодателя, связанные с заключением и управлением лизинговым контрактом;
 - прибыль лизингодателя.

Выплаты могут осуществляться:

- по фиксированной в момент заключения контракта лизинга ставке, т.е. на протяжении всего контракта лизингополучатель будет осуществлять лизинговые платежи равными долями;

- с применением плавающей или переменной ставки, которая изменяется во времени на протяжении всего срока контракта в зависимости от эволюции денежного или облигационного рынка, а именно процентной ставки-оговорки (например, трехмесячной межбанковской ставки предложения LIBOR), и остается фиксированной вплоть до момента ее нового изменения.

Лизинговые платежи обычно осуществляются авансом, т.е. платеж за следующий период производится в самом его начале и без отсрочек. График платежей часто зависит от способа и длительности использования оборудования, а также от пожеланий клиента с целью как можно больше приблизить режим платежей к производственному циклу предприятия и к особенностям амортизации актива.

Классификации лизинговых сделок. В зависимости от количества участников (субъектов) сделки различают:

- двусторонние лизинговые сделки (или так называемый прямой лизинг), при которых поставщик имущества и лизингодатель выступают в одном лице;

- многосторонние лизинговые сделки (или так называемый косвенный лизинг), при которых имущество в лизинг сдает не поставщик, а финансовый посредник, в качестве которого выступает лизинговая компания. Классическим вариантом этого вида сделки является трехсторонняя, в которой участвуют поставщик, лизингодатель и лизингополучатель.

По типу имущества различают:

- лизинг движимого имущества (рабочие машины и оборудование для различных отраслей промышленности, средства вычислительной и оргтехники, транспортные средства и т.п.);

- лизинг недвижимого имущества (производственные здания и сооружения).

В зависимости от сектора рынка, где производятся лизинговые операции, выделяют:

- внутренний лизинг, при котором все участники сделки представляют одну страну;

- внешний (международный) лизинг, при котором лизингодатель и лизингополучатель находятся в разных странах. Продавец имущества может находиться в одной из этих стран или в другом государстве.

В свою очередь, международный лизинг может быть экспортным и импортным. В международной сделке лизингополучатель участвует в импортном лизинге, а лизингодатель - в экспортном. Для России в настоящее время характерен импортный лизинг.

В зависимости от формы лизинговых платежей различают:

- лизинг с денежным платежом, при котором выплаты производятся в денежной форме;

- лизинг с компенсационным платежом (или так называемый компенсационный лизинг), при котором лизингополучатель рассчитывается с лизингодателем товарами, как правило, произведенными на арендуемом имуществе, или путем оказания встречных услуг;

- лизинг со смешанным платежом, при котором часть платежа поступает в денежной форме, а другая - в виде товаров и услуг. По объему обслуживания передаваемого имущества лизинг подразделяется на:

- чистый лизинг (net leasing) - отношения, при которых все обслуживание имущества берет на себя лизингополучатель. Поэтому в данном случае расходы по обслуживанию оборудования не включаются в лизинговые платежи. Данная модель характерна для финансового лизинга и является классической;

- лизинг с дополнительным обслуживанием (wet leasing) предполагает обязательное техническое обслуживание оборудования, его ремонт, страхование

и другие операции, которые лежат на лизингодателе. Кроме этих услуг по желанию лизингополучателя лизингодатель может взять на себя обязанности по подготовке квалифицированного персонала, маркетингу и рекламе готовой продукции, поставке сырья и т.п. Следует отметить, что для оперативного лизинга характерен в основном лизинг с дополнительным обслуживанием.

В связи с тем, что в России пока еще не сложился развитый рынок лизинговых услуг и практически нет лизинговых компаний, которые могли бы обеспечить качественное техническое обслуживание объектов лизинга, наиболее распространенным видом лизинга является чистый. Однако если обратиться к опыту Франции, где лизинговые операции существуют с начала 60-х гг., то французские лизинговые компании предлагают своим клиентам самый разнообразный спектр лизинговых услуг, начиная с лизинга частных автотранспортных средств с дополнительным обслуживанием и заканчивая лизингом крупных объектов недвижимости.

По сроку использования имущества и связанными с ним условиями амортизации различают:

- лизинг с полной окупаемостью и, соответственно, с полной амортизацией имущества, когда срок договора равняется нормативному сроку службы имущества и происходит полная выплата лизингодателю стоимости лизингового имущества;

- лизинг с неполной окупаемостью и, соответственно, с неполной амортизацией имущества, при котором срок договора меньше нормативного срока службы имущества, и в течение его действия окупается только часть стоимости лизингового имущества. Срок договора и степень окупаемости (амортизации) лизингового имущества являются одним из основных критериев разграничения лизинга на финансовый и оперативный.

Раздельный лизинг (*leveraged leasing*), или лизинг с дополнительным привлечением средств, или лизинг, частично финансируемый лизингодателем. Это наиболее сложная разновидность лизинга, так как она связана с многоканальным финансированием и используется, как правило, для реализации дорогостоящих проектов, представляющих большой риск для лизингодателя.

Отличительная черта этого вида лизинга состоит в том, что лизингодатель, покупая оборудование, выплачивает из своих средств не всю его сумму, а только часть. Остальную сумму он берет в ссуду у одного или нескольких кредиторов. При этом лизинговая компания продолжает пользоваться всеми налоговыми льготами, которые рассчитываются из полной стоимости имущества. Еще одна особенность этого вида лизинга в том, что лизингодатель берет ссуду на определенных условиях, которые не очень характерны для отечественных финансово-кредитных отношений. Заемщик-лизингодатель не отвечает перед кредиторами за возврат ссуды, она погашается из сумм лизинговых платежей. Поэтому, как правило, лизингодатель оформляет в пользу кредиторов залог на оборудование до погашения займа и уступает им права на получение части лизинговых платежей в счет погашения ссуды.

Таким образом, основной риск по сделке несут кредиторы - банки, страховые компании, инвестиционные фонды или другие финансовые учреждения, а обеспечением возврата ссуды служат только лизинговые платежи и сдаваемое в лизинг имущество.

Раздельный лизинг также имеет место, если дорогостоящий актив финансируется не одной, а несколькими лизинговыми компаниями, которые выступают в роли коллективных собственников имущества. Например, во Франции подобные операции очень распространены. В этом случае заключается общий контракт с указанием всех участвующих сторон. Та лизинговая компания,

которая финансирует большую часть актива, назначается "ведущей", она, собственно, и поддерживает отношения с клиентом на протяжении всего срока финансирования, она же представляет лизингодателей в судебных инстанциях в случае расторжения контракта по причине недобросовестности лизингополучателя.

Лизинг-помощь в продажах (sales-aid leasing или vendor leasing) представляет собой осуществление сбыта имущества с использованием лизинга на основании специального соглашения, заключенного между поставщиком (продавцом) имущества и лизинговой компанией. Эти соглашения имеют различные формы. В простейшем случае название лизинговой компании, ее адрес, телефон и основные условия лизинга указываются в рекламных материалах поставщика, и все вопросы по лизингу имущества с потенциальным пользователем непосредственно решает лизинговая компания. Однако чаще всего соглашение между поставщиком и лизинговой компанией предусматривает возможность заключения самим поставщиком от лица лизинговой компании лизингового договора. При этом в соглашении между поставщиком и лизинговой компанией предусмотрено, что в случае банкротства лизингополучателя поставщик обязан выкупить имущество у лизинговой компании.

Сублизинг (sub-lease). Часто лизинг осуществляется не напрямую, а через посредника. Схематично это выглядит так. Имеется основной лизингодатель, который через посредника (в основном также лизинговую компанию) сдает оборудование в аренду лизингополучателю. При этом в договоре предусматривается, что в случае временной неплатежеспособности или банкротства посредника лизинговые платежи должны поступать основному лизингодателю. Подобные сделки получили название сублизинг.

Данная схема очень удобна, если основной лизингодатель и лизингополучатель находятся в разных регионах. В этом случае наблюдением за правильностью использования оборудования, сбором платежей и решением возникающих текущих вопросов может заниматься местная лизинговая компания.

По схеме типа "сублизинг" можно построить отношения по техническому перевооружению предприятий, входящих в холдинг, концерн и т.п. Очень часто головное предприятие не хочет непосредственно кредитовать свои дочерние фирмы для покупки оборудования, так как не уверено в правильности расходования денежных средств. Тогда это головное предприятие создает лизинговую компанию, которая по заявкам заводов закупает требуемое оборудование и поставляет его заказчикам. В дальнейшем она следит за своевременностью поступления лизинговых платежей, аккумулирует их и перечисляет основному лизингодателю, осуществляет надзор за использованием оборудования, а при оговоренных в лизинговом соглашении случаях - техническое обслуживание.

Преимущества и недостатки лизинга. Во всем мире лизинг признан как один из наиболее эффективных и надежных методов инвестирования средств в оборудование. Его преимущества по сравнению с финансированием инвестиций за счет обычных банковских займов состоят в следующем:

1. Инвестирование в форме оборудования снижает по сравнению с денежным кредитом риск невозврата средств, так как за лизингодателем сохраняются права собственности на переданное оборудование.

Поэтому очень часто предприятию проще получить оборудование по лизингу, чем ссуду на его приобретение. В связи с этим лизинг является способом финансирования предприятий, относящихся к следующим категориям:

- предприятия с высоким уровнем рентабельности, но со слабой финансовой структурой, например, расширяющиеся предприятия;

- молодые или малые предприятия, которые часто не имеют возможности получить банковский кредит из-за неспособности предоставить банку достаточных гарантий в виде залога материальных ценностей.

2. Лизинг предполагает 100%-ное финансирование и не требует немедленного начала платежей, что позволяет без резкого финансового напряжения обновлять производственные фонды, приобретать дорогостоящее оборудование. При использовании обычного кредита предприятие должно часть стоимости покупки оплатить за счет собственных средств.

3. Лизинговый контракт может включать в себя дополнительные услуги по обслуживанию оборудования: заказ материалов, управление поставками, сервисное обслуживание и ремонт оборудования, установка запасных частей, а также полную или частичную замену старого оборудования на новое.

4. Лизинговое соглашение более гибко, чем ссуда, так как предоставляет возможность обеим сторонам выработать удобную схему выплат. По взаимной договоренности сторон лизинговые платежи могут осуществляться после получения выручки от реализации товаров, произведенных на взятом в лизинг оборудовании. Ставки платежей могут быть фиксированными и плавающими.

5. Для лизингополучателя уменьшается риск морального и физического износа и устаревания оборудования, так как имущество не приобретает в собственность, а берется во временное пользование.

6. Лизинговое имущество не числится у лизингополучателя на его балансе, что не увеличивает его активы и освобождает от уплаты налога на это имущество.

7. Лизинговые платежи относятся на издержки производства и обращения (себестоимость) лизингополучателя и, соответственно, снижают налогооблагаемую прибыль.

8. Наличие амортизационных и налоговых льгот для лизингодателя, которыми он может "поделиться" с лизингополучателем путем уменьшения размера лизинговых платежей.

9. Изготовитель оборудования получает дополнительные возможности для сбыта своей продукции.

10. С народохозяйственной точки зрения лизинг служит средством реализации продукции, развития производства, внедрения научно-технического прогресса, создания новых рабочих мест. Поэтому государство заинтересовано в поощрении и расширении лизинговых операций.

Недостатками лизинга являются:

1. На лизингодателя ложится риск морального старения оборудования и получения лизинговых платежей, а для лизингополучателя стоимость лизинга больше, чем цена покупки или банковского кредита. Поэтому лизинговой сделке предшествует большая предварительная работа по ее экспертизе.

2. Лизингополучатель, не являющийся собственником своих основных средств, не может предоставить их в качестве залога в случае необходимости банковского займа, что снижает его шансы к получению такого займа на более выгодных условиях.

Лизингодатель, не имеющий "дешевых" и стабильных источников финансовых средств, подвержен риску внезапного изменения процентных ставок по кредитам, которые он вынужден брать для финансирования инвестиций лизингополучателя, что удорожает и стоимость лизингового контракта. Этот риск нейтрализуется, если лизинговая компания является филиалом крупного банка.

Лизинговая компания Ucabail рефинансируется в своем головном банке Credit Agricole Mutuel. Подобное положение позволяет получать кредиты на льготных условиях, так как три четверти всех свободных средств финансовой группы Credit Agricole концентрируются в головном банке, что и позволяет ему

устанавливать льготные процентные ставки для оперативных подразделений группы.

Тем не менее положительных моментов, присущих лизингу, намного больше, чем отрицательных, а исторический опыт развития лизинга во многих странах подтверждает его важную роль в обновлении производства, расширении сбыта продукции и активизации инвестиционной деятельности. Особенно привлекательным лизинг становится с введением налоговых и амортизационных льгот.

2.6. Факторинг

Факторинг (factoring) - продажа дебиторской задолженности специализированному финансовому институту, факторинговой компании, обычно без права обратного требования. Один из методов финансирования.

При цессии дебиторской задолженности фирма сохраняет право собственника на дебиторскую задолженность. Когда фирма осуществляет факторинг своей дебиторской задолженности, это означает, что она продает свои счета факторинговой компании.

Продажа эта может происходить или с правом, или без права обратного требования, в зависимости от типа соглашения. Факторинговая компания имеет кредитный отдел и проводит кредитные операции по счетам. Основываясь на своих данных кредитного анализа, факторинговая компания может отказаться от покупки счетов, которые она сочтет слишком ненадежными. При помощи факторинга фирма часто избегает расходов, связанных с поддержанием кредитного отдела и инкассированием средств. Любой счет задолженности, которую факторинговая компания не желает покупать, представляет собой неакцептованный кредитный риск, если, конечно, фирма не захочет взять этот риск на себя и отгрузить товар. Факторинговые соглашения регулируются контрактами, заключаемыми между факторинговыми компаниями и заемщиками. Контракт обычно заключается на 1 год с возможностью автоматического обновления и прекращает свое действие только по истечении 30 - 60 дней. Хотя при факторинге часто предусматривается уведомление клиентов фирмы о продаже их счетов и о том, что оплата по этим счетам теперь должна пересылаться прямо в факторинговую компанию, во многих случаях уведомление не делают. Клиенты продолжают пересылать средства фирме, которая в свою очередь индоссирует их в пользу факторинговой компании. Эти индоссаменты фирма обычно скрывает, чтобы клиент не узнал о продаже ее счетов.

Затраты на факторинг. За несение риска и обслуживание дебиторской задолженности факторинговая компания получает комиссионные, которые обычно составляют около 1% номинальной стоимости дебиторской задолженности. Величина комиссии варьируется в зависимости от размера отдельных счетов, объема задолженности по ним и их качества. Так как задолженность, проданная факторинговой компании, инкассирована на протяжении определенного периода, фирма может захотеть получить оплату за продажу дебиторских счетов до того, как будет выплачена задолженность. По этому авансу она должна выплачивать определенный процент. Авансовый платеж является кредитной составляющей функций факторинговой компании в дополнение к риску и обслуживанию дебиторских счетов. За выполнение этой дополнительной функции компания требует компенсацию.

Пример. Если общая сумма задолженности равна 10 000 долл., а комиссионные факторинговой компании - 2%, последняя прокредитует фирму на

сумму 9800 долл. Если фирма хочет использовать эту сумму до того, как будут инкассированы все дебиторские счета, она должна заплатить определенный процент, скажем, 1,5% в месяц, за использование средств. Если она хочет денежный аванс, а средний срок инкассации счетов составляет 1 месяц, то затраты на выплату процентов равны приблизительно $0,15 \times 9800$, или 147 долл. Таким образом, общие затраты на факторинг складываются из комиссионных факторинговой компании и процентов, если фирма использует средства до того, как инкассирована задолженность. Если фирма не переводит средства на свой счет до полного взимания задолженности, то процент не начисляется. В третьем случае фирма может не требовать свои средства у факторинговой компании после инкассирования задолженности, тогда она будет получать от этой компании процент за использование средств.

Гибкость. Обычно факторинговое соглашение заключают на длительный срок. По мере того, как появляются новые дебиторские счета, их продают факторинговой компании, а счет фирмы кредитуются. Затем фирма использует эти средства по мере возникновения потребности в них. Иногда факторинговая компания разрешает фирме в периоды острой потребности в средствах осуществлять овердрафт с ее счета и, таким образом, брать необеспеченную ссуду. В других случаях факторинговая компания может снять часть средств со счета для образования резерва защиты от потерь. Основные источники факторинга - коммерческие банки, факторинговые филиалы банковских холдинговых компаний и факторинговые компании со стажем. Некоторые люди критикуют компании, оказывающие факторинговые услуги, большинство же считает это вполне приемлемым методом финансирования. Основным недостатком этого метода состоит в том, что он может оказаться дорогим. Однако мы должны учитывать, что факторинговая компания зачастую освобождает фирму от учетных операций, связанных с коммерческим кредитом, издержек по обслуживанию дебиторской задолженности и расходов по инкассированию. Для небольшой фирмы экономия на этих расходах может иметь большое значение.

Факторинг (от англ. factor - посредник) представляет собой операцию по приобретению факторской компанией или банком права на взыскание долга. Тем самым поставщик освобождается от кредитного риска, связанного с возможной неуплатой долга. Факторинговые операции впервые стали применяться американскими банками. Компания, покупающая денежные требования, называется фактор-фирмой, или факторинговой компанией.

При этой операции кредитор немедленно получает наличными от 70% до 90% от номинальной стоимости счетов-фактур. Остальные 10 - 30% от номинальной стоимости счетов-фактур после вычета процента за кредит и комиссии за услуги зачисляются на заблокированный счет кредитора. Таким образом фактор-фирма страхуется от риска неплатежа дебитора. Если дебитор оплачивает свои обязательства в срок, то факторинговая компания разблокирует счет и возвращает остаток клиенту-кредитору (см. рис. 2.6.1).

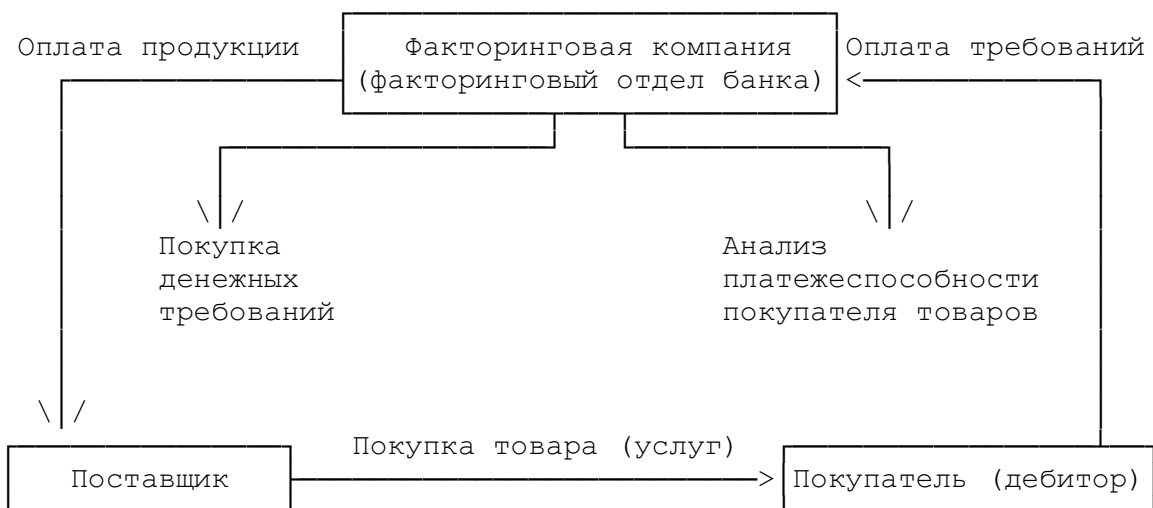


Рис. 2.6.1. Организация факторинга

Эта операция достаточно дорогая для предприятия; в западной практике нередко случаи, когда потери составляют до 50% суммы дебиторской задолженности.

С помощью факторинга рефинансируются требования кредитора сроком не более 360 дней.

Факторинговое кредитование отличается от коммерческого кредитования кредитора. В случае факторинговых операций кредитор получает за проданный товар платеж наличными, а в случае коммерческого кредита - вексель, который затем учитывается в банке, где обслуживается кредитор. При этом сумма, полученная кредитором при учете векселя, будет меньше, чем при продаже счета-фактуры.

Виды факторинга. Различают 2 вида факторинга: скрытый и открытый.

При открытом факторинге, покупая требования, фактор-фирма применяет открытую цессию, т.е. сообщает покупателю (дебитору) об уступке требований кредитором. В случае использования скрытого факторинга покупатель не информируется о продаже обязательств фактор-фирме, не сообщается также никому из контрагентов кредитора о кредитовании его продаж факторной компанией.

Чаще всего факторинговые операции предполагают регресс требований на кредитора в случае неоплаты дебитором своих обязательств, однако в настоящее время все чаще встречаются случаи безоборотного факторинга, когда специализированная компания берет на себя кредитные риски, освобождая от них кредитора. Стоимость факторинговых услуг при этом возрастает. Однако при неплатежеспособности покупателя, задержке платежа, вызванной действиями правительства, при падении курса валюты платежа все потери несет фактор-фирма, которая, в свою очередь, не может предъявить претензии кредитору.

В случае безоборотного факторинга фактор-фирма изучает кредитную историю и финансовое состояние не столько кредитора, сколько его контрагентов. Все это освобождает кредитора от издержек по страхованию кредита в специализированных учреждениях.

Так как фактор-фирма приобретает требования клиента к покупателям, то одновременно к ней переходят бухгалтерский учет проводимых операций и инкассирование дебиторской задолженности. Обязанностью фактор-фирмы становится принятие соответствующих мер с целью воздействия на неаккуратных

плательщиков и по необходимости получение полного или частичного возмещения от банкротств. Этому способствуют опыт, широкие международные связи и сама репутация крупных факторинговых компаний, которые позволяют ускорить платежи при возникновении подобных затруднений.

Стоимость факторинга. Стоимость факторингового обслуживания высока из-за комплексного характера услуг фактор-фирмы и повышенных рисков в случае безоборотного факторинга. Она складывается из:

- процента за пользование кредитом (выше рыночной ставки по кредитам соответствующей срочности на 2 - 3 процентных пункта);
- платы за обслуживание (бухгалтерия, инкассирование долга и другие услуги): взимается как процент от суммы счета-фактуры, обычно в пределах 0,5 - 3% от суммы переуступленных счетов;
- при безоборотном факторинге - специальной надбавки за риск в размере 0,2 - 0,5% от суммы кредитования.

Использование факторинга наиболее эффективно для небольших и средних предприятий, расширяющих объемы продаж или выходящих на новые рынки, а также для вновь создаваемых компаний, испытывающих недостаток денежных средств из-за несвоевременности поступления платежей от дебиторов, наличия чрезмерных запасов, трудностей в организации производственного процесса. Факторинг дает возможность кредитору ускорить оборот капитала. Часто указанные фирмы имеют неблагоприятную структуру баланса, из-за чего их кредитный статус не позволяет получать доступ к банковскому кредиту. Посредничество фактор-фирм в этом случае позволяет решить проблему краткосрочного кредитования.

Помимо этого, посредничество факторинговой компании позволяет сократить управленческие расходы, повысить эффективность коммерческой работы, так как наряду с бухгалтерским обслуживанием фактор-фирма осуществляет кредитный контроль по сделкам клиента, проводит общий анализ хозяйственной деятельности фирмы, ее сбытовой стратегии, конъюнктуры рынка и т.п.

2.7. Дополнительные источники финансирования

Франчайзинг представляет собой выдачу компанией физическому или юридическому лицу лицензии (франчайзы) на производство или продажу товаров или услуг под фирменной маркой данной компании и/или по его технологии. Контрактом может оговариваться: период, на который выдана лицензия; территория, на которой будут производиться или реализовываться товары или услуги; форма платежа (разовый платеж, периодические отчисления, смешанная форма). По существу эта операция не является операцией прямого финансирования предприятия, однако она обеспечивает косвенное финансирование, в частности за счет сокращения расходов на разработку технологии производства, завоевание рынка и др. Поэтому к ней часто прибегают вновь появившиеся компании, пытающиеся утвердиться в данной сфере бизнеса и по возможности снизить риск потерь, который всегда сопровождает попытки самостоятельного создания нового производства. Эта операция в известной степени выгодна и компании, предоставившей лицензию, поскольку происходит прямая или косвенная реклама этой компании, а также поступают платежи за пользование лицензией. В зависимости от условий контракта фирма, продающая свою лицензию, может дополнительно организовать начальное и последующее обучение своих партнеров, руководство или консультирование их деятельности, рекламу, другие виды финансового, технологического и коммерческого содействия.

Таблица 2.7.1.

Преимущества, недостатки и перспективы франчайзинга

	Для франчайзоров	Для франчайзи
Преимущества	<p>1. Быстрое расширение бизнеса на новых рынках с минимизацией собственных финансовых затрат и трудовых ресурсов.</p> <p>2. Снижение риска, так как собственный капитал участвует в расширении дела в минимальной степени.</p> <p>3. Освобождение от необходимости оперативного управления.</p> <p>4. Получение дополнительных доходов за счет выплат франчайзи.</p>	<p>1. Возможность начать собственное дело.</p> <p>2. Готовая "ниша". Франчайзи покупает готовый бизнес, опробованный всесторонне франчайзором.</p> <p>3. Торговая марка. Франчайзи покупает право пользоваться относительно известной торговой маркой, фирменным знаком или стилем.</p> <p>4. Реклама. Наличие товарного знака дает возможность пользоваться всей мощью рекламы этого товарного знака.</p> <p>5. Помощь. Франчайзор передает франчайзи технологию ведения бизнеса.</p> <p>6. Облегчение доступа к кредитным ресурсам, поскольку франчайзор может выступать гарантом по кредитам.</p>
Недостатки	<p>1. Необходимость кропотливой продуманной работы с франчайзи, от которых фактически зависит успех бизнеса в целом.</p> <p>2. Невозможность завершить отношения с франчайзи, который не следует правилам системы.</p> <p>3. Влияние плохо работающих франчайзинговых предприятий.</p> <p>4. Трудности сохранения конфиденциальности коммерческой тайны.</p> <p>5. Выход из франчайзинговой</p>	<p>1. Меньше экономической свободы, ограничение инициативы.</p> <p>2. Невозможность быстрого выхода из бизнеса, так как договор франчайза обычно заключается на относительно большой срок.</p> <p>3. Установление необходимого сотрудничества среди всех франчайзи системы.</p> <p>4. Зависимость от финансовой</p>

	системы успешно работающих франчайзи.	стабильности франчайзора.
Обязанности	<ol style="list-style-type: none"> 1. Передача деловой и технической информации. 2. Разработка единой документации. 3. Контроль качества. 4. Обеспечение постоянной поддержки франчайзи. 5. Заключение и поддержка эксклюзивных договоров о поставках. 6. Предоставление защищенной территории. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Регулярные выплаты взносов. 2. Следование производственным стандартам и программе франчайзора.
Перспективные направления	<ol style="list-style-type: none"> 1. Предприятия питания. 2. Автотранспортные предприятия. 3. Услуги для дома. 4. Бытовое обслуживание. 5. Обслуживание бизнеса. 6. Развлечения, путешествия, спорт. 7. Охрана здоровья. 8. Строительные услуги. 9. Учебные центры. 10. Розничная торговля. 	

Операции РЕПО (repo, или repurchasing agreement) представляют собой договоры об обратном выкупе ценных бумаг. Договором предусматриваются два противоположных обязательства для его участников - обязательство продажи и обязательство покупки. Прямая операция РЕПО предусматривает, что одна из сторон продает другой пакет ценных бумаг с обязательством купить его обратно по заранее оговоренной цене. Обратная покупка осуществляется по цене, превышающей первоначальную цену. Разница между ценами, отражающая доходность операции, как правило, выражается в процентах годовых и называется ставкой РЕПО. Назначение прямой операции РЕПО - привлечь необходимые финансовые ресурсы. Обратная операция РЕПО предусматривает покупку пакета с обязательством продать его обратно; назначение такой операции - разместить временно свободные финансовые ресурсы.

Экономический смысл операции очевиден: одна сторона получает необходимые ей в срочном порядке денежные ресурсы, вторая - восполняет временный недостаток в ценных бумагах, а также получает проценты за предоставленные денежные ресурсы. Операции РЕПО проводятся в основном с государственными ценными бумагами и относятся к краткосрочным операциям - от нескольких дней до нескольких месяцев; в мировой практике наибольшее распространение получили 24-часовые договоры. В последнее время весьма популярны трехсторонние РЕПО, когда между продавцом (заемщиком) и покупателем (кредитором) пакета ценных бумаг находится посредник (как

правило, крупный банк), обязанности которого описаны в договоре. В этом случае участники договора открывают свои счета по ценным бумагам и денежным средствам в банке-посреднике; трехстороннее соглашение рассматривается как менее рискованное по сравнению с обычным. В определенном смысле договор РЕПО может рассматриваться как выдача кредита под залог.

Толлинг. Толлинг - производство продукции из давальческого сырья. При толлинге обработчик получает сырье по нулевой цене, обрабатывает его и возвращает законченный продукт владельцу, получая вознаграждение от владельца за переработку.

- Плата за толлинг может быть в виде денежных средств или в виде части законченной продукции.

- Экономическую прибыль в основном получает владелец материалов, продающий их конечному пользователю; обработчик получает только плату за обработку. Обработчик должен убедиться в том, что его работа адекватно компенсируется.

- В некоторых случаях толлинг подлежит государственному квотированию.

Владелец сырья использует толлинг, если:

- Сам владелец не является обработчиком;

- Владелец не имеет достаточного мощностей для обработки всего его сырья, но имеет достаточный рынок для реализации конечного продукта;

- Другое предприятие может обработать сырье гораздо дешевле;

Предприятие-обработчик может прибегнуть к толлингу, если:

- Оно в настоящий момент не имеет иных средств финансирования и способов приобретения сырья и хочет продолжать операции с надеждой получения иных способов приобретения сырья в ближайшем будущем;

- Ему нужно увеличить загрузку мощностей для распределения постоянных затрат.

Взаимозачет. При взаимозачете две или более стороны погашают денежные обязательства друг перед другом путем поставки товаров. Хотя это и не денежная сделка, любое принятие товара от поставщика до поставки товаров другой стороне равносильно краткосрочному займу.

2.8. Внутренние источники финансирования

2.8.1. Реинвестирование прибыли и дивидендная политика

Упрощенную схему распределения прибыли отчетного периода можно представить следующим образом: часть прибыли выплачивается в виде дивидендов, оставшаяся часть реинвестируется в активы предприятия. Реинвестированная часть прибыли является внутренним источником финансирования деятельности предприятия, поэтому очевидно, что дивидендная политика определяет размер привлекаемых предприятием внешних источников финансирования.

Реинвестирование прибыли - более приемлемая и относительно дешевая форма финансирования предприятия, расширяющего свою деятельность. В частности, в этом состоит одна из причин ее широкого распространения. Так, проведенное британскими учеными обследование деятельности в послевоенное время четырехсот двух зарегистрированных на Лондонской бирже компаний, действующих в сфере производства, торговли, строительства и транспорта, показало, что новые инвестиционные проекты на 91% осуществлялись за счет реинвестирования прибыли.

Реинвестирование прибыли позволяет избежать дополнительных расходов, которые имеют место при выпуске новых акций. Другим существенным преимуществом является сохранение сложившейся системы контроля за деятельностью предприятия, поскольку в этом случае количество акционеров практически не меняется.

С теоретической позиции выбор дивидендной политики предполагает решение двух ключевых вопросов:

- влияет ли величина дивидендов на изменение совокупного богатства акционеров?

- если да, то какова должна быть оптимальная их величина?

Существуют два различных подхода в теории дивидендной политики. Первый подход носит название "Теория начисления дивидендов по остаточному принципу" (Residual Theory of Dividends). Его последователи считают, что величина дивидендов не влияет на изменение совокупного богатства акционеров, поэтому оптимальная стратегия в дивидендной политике заключается в том, чтобы дивиденды начислялись после того, как проанализированы все возможности для эффективного реинвестирования прибыли. Таким образом, дивиденды выплачиваются только в том случае, если профинансированы за счет прибыли все приемлемые инвестиционные проекты. Если всю прибыль целесообразно использовать для реинвестирования, дивиденды не выплачиваются совсем, напротив, если у предприятия нет приемлемых инвестиционных проектов, прибыль в полном объеме направляется на выплату дивидендов.

Основные теоретические разработки в рамках этой теории были выполнены Франко Модильяни и Мертоном Миллером в 1961 г. Они выдвинули идею о существовании так называемого "эффекта клиентуры" (Clientele Effect), согласно которой акционеры в большей степени предпочитают стабильность дивидендной политики, чем получение каких-то экстраординарных доходов. Кроме того, Модильяни и Миллер считают, что дисконтированная цена обыкновенных акций после финансирования за счет прибыли всех приемлемых проектов плюс полученные по остаточному принципу дивиденды в сумме эквивалентны цене акций до распределения прибыли. Иными словами, сумма выплаченных дивидендов примерно равна расходам, которые в этом случае необходимо понести для изыскания дополнительных источников финансирования. Тем не менее Модильяни и Миллер все же признают определенное влияние дивидендной политики на цену акционерного капитала, но объясняют его не собственно влиянием величины дивидендов, а информационным эффектом - информация о дивидендах, в частности об их росте, провоцирует акционеров на повышение цены акций. Основным вывод этих ученых - дивидендная политика не нужна.

Оппоненты теории Модильяни - Миллера считают, что дивидендная политика влияет на величину совокупного богатства акционеров. Основным идеологом второго подхода к проблеме выбора дивидендной политики является М. Гордон. Основным его аргумент выражается крылатой фразой "Лучше синица в руке, чем журавль в небе" и состоит в том, что инвесторы, исходя из принципа минимизации риска, всегда предпочитают текущие дивиденды возможным будущим, равно как и возможному приросту акционерного капитала. Кроме того, текущие дивидендные выплаты уменьшают уровень неопределенности инвесторов относительно целесообразности и выгодности инвестирования в данное предприятие; тем самым их удовлетворяет меньшая норма дохода на инвестированный капитал, что приводит к возрастанию рыночной оценки акционерного капитала. Напротив, если дивиденды не выплачиваются, неопределенность возрастает, возрастает и приемлемая для акционеров норма дохода, что приводит к снижению рыночной

оценки акционерного капитала. Теория Модильяни - Миллера критикуется также за некоторые исходные посылы (отсутствие влияния налогов, отсутствие расходов по дополнительному выпуску акций и др.), носящие, по мнению критиков, искусственный характер.

Можно сказать, что второй подход является более распространенным. Вместе с тем признается и тот факт, что какого-то единого формализованного алгоритма в выработке дивидендной политики не существует - она определяется многими факторами, в том числе и трудно формализуемыми, например психологическими. Поэтому каждое предприятие должно выбирать свою субъективную политику, исходя прежде всего из присущих ему особенностей. Можно выделить две основополагающие инвариантные задачи, решаемые в процессе выбора оптимальной дивидендной политики. Они взаимосвязаны и заключаются в обеспечении:

а) максимизации совокупного достояния акционеров;

б) достаточного финансирования деятельности предприятия. Эти задачи ставятся во главу угла при рассмотрении всех основных элементов дивидендной политики: источников дивидендов, порядка их выплаты, видов дивидендных выплат и др.

Дивидендная политика определяется следующими факторами:

1. Ограничения правового характера
 2. Ограничения контрактного характера
 3. Ограничения в связи с недостаточной ликвидностью
 4. Ограничения в связи с расширением производства
 5. Ограничения в связи с интересами акционеров
 6. Ограничения рекламно-финансового характера
1. Ограничения правового характера

Собственный капитал предприятия состоит из трех крупных элементов: акционерный капитал, эмиссионный доход, нераспределенная прибыль. В большинстве стран законом разрешена одна из двух схем - на выплату дивидендов может расходоваться либо только прибыль (прибыль отчетного периода и нераспределенная прибыль прошлых периодов), либо прибыль и эмиссионный доход.

В национальных законодательствах имеются и другие ограничения по выплате дивидендов. В частности, если предприятие неплатежеспособно или объявлено банкротом, выплата дивидендов в денежной форме, как правило, запрещена. Поскольку налогом облагаются только полученные акционерами дивиденды, а отложенные к выплате дивиденды (нераспределенная прибыль) налогом не облагаются, нередко компании не выплачивают дивиденды с тем, чтобы избежать налога. В этом случае по усмотрению местных налоговых органов превышение нераспределенной прибыли над установленным нормативом (например, в США он равен 250 тыс. долл.) облагается налогом.

Причина введения подобных ограничений кроется в необходимости защиты прав кредиторов и предотвращения возможного "проедания" собственного капитала предприятия.

Согласно российскому Положению об акционерных обществах, процедура объявления дивиденда проводится в два этапа: промежуточный дивиденд объявляется директоратом и имеет фиксированный размер; окончательно - дивиденд утверждается общим собранием по результатам года с учетом выплаты промежуточных дивидендов. Величина окончательного дивиденда в расчете на одну акцию предлагается на утверждение собранию директоратом общества. Размер дивиденда не может быть больше рекомендованного директоратами, но может быть уменьшен собранием. Что касается фиксированного дивиденда по

привилегированным акциям, равно как и процента по облигациям, то он устанавливается при их выпуске.

2. Ограничения контрактного характера

Во многих странах величина выплачиваемых дивидендов регулируется специальными контрактами в том случае, когда предприятие хочет получить долгосрочную ссуду. Чтобы обеспечить обслуживание такого долга, в контракте, как правило, оговаривается либо предел, ниже которого не может опускаться величина нераспределенной прибыли, либо минимальный процент реинвестируемой прибыли. В России подобной практики нет; отдаленным аналогом ее выступает обязательность формирования резервного капитала в размере не менее 10% уставного капитала общества.

3. Ограничения в связи с недостаточной ликвидностью

Дивиденды в денежной форме могут быть выплачены лишь в том случае, если у предприятия есть деньги на расчетном счете, или денежные эквиваленты, конвертируемые в деньги, достаточны для выплаты. Теоретически предприятие может взять кредит для выплаты дивидендов, однако это не всегда возможно и, кроме того, связано с дополнительными расходами. Таким образом, предприятие может быть прибыльным, но не готовым к выплате дивидендов по причине отсутствия реальных денежных средств. В России в условиях исключительно высокой взаимной неплатежеспособности такая ситуация вполне реальна.

4. Ограничения в связи с расширением производства

Многие предприятия, особенно на стадии становления, сталкиваются с проблемой поиска финансовых источников целесообразного расширения производственных мощностей. Дополнительные источники финансовых ресурсов нужны как предприятиям, наращивающим объемы производства высокими темпами, для приобретения дополнительных основных средств, так и предприятиям с относительно невысокими темпами роста для обновления материально-технической базы. В этих случаях нередко прибегают к практике ограничения дивидендных выплат. Известна практика, когда в учредительных документах оговаривается минимальная доля текущей прибыли, обязательная к реинвестированию.

5. Ограничения в связи с интересами акционеров

Как было отмечено выше, в основе дивидендной политики лежит общеизвестный ключевой принцип финансового управления - принцип максимизации совокупного дохода акционеров. Величина его за истекший период складывается из суммы полученного дивиденда и прироста курсовой стоимости акций. Поэтому, определяя оптимальный размер дивидендов, директорат предприятия и акционеры должны оценивать, как величина дивиденда может повлиять на цену предприятия в целом. Последняя, в частности, выражается в рыночной цене акций, которая зависит от многих факторов: общего финансового положения компании на рынке товаров и услуг, размера выплачиваемых дивидендов, темпа их роста и др.

В условиях постоянного роста дивидендов с темпом прироста g цена акций может быть исчислена по формуле Гордона:

$$PV = \frac{C \times (1 + g)}{r - g}.$$

Имеются и другие обстоятельства, увязывающие размер дивидендов и интересы акционеров. Так, если на рынке капиталов имеются возможности участия в инвестиционных проектах с более высокой нормой дохода, чем

обеспечивается данным предприятием, его акционеры могут проголосовать за более высокий дивиденд (еще раз отметим, что в России ситуация несколько иная).

Определенные противоречия могут возникать среди самих акционеров. Так, более богатые акционеры могут настаивать на реинвестировании всей прибыли с тем, чтобы избежать налога; другие интересы могут быть у относительно небогатых акционеров.

Наконец, дивидендная политика тесно связана с проблемой "разжижения" (dilution) права собственности. Под ним понимается появление новых акционеров в случае, если выплачиваются высокие дивиденды, а для обеспечения потребности в финансовых источниках предприятие прибегает к дополнительной эмиссии акций. Не желая этого, акционеры могут сознательно ограничивать размер дивидендов.

6. Ограничения рекламно-финансового характера

В условиях рынка информация о дивидендной политике компаний тщательно отслеживается аналитиками, менеджерами, брокерами и др. Сбои в выплате дивидендов, любые нежелательные отклонения от сложившейся в данной компании практики могут привести к понижению рыночной цены акций. Поэтому нередко предприятие вынуждено поддерживать дивидендную политику на достаточно стабильном уровне, несмотря на возможные колебания конъюнктуры. Степень стабильности дивидендной политики для многих неискушенных акционеров служит своеобразным индикатором успешности деятельности данного предприятия.

2.8.2. Финансирование за счет оптимизации управления основными средствами

Рекомендации по изысканию дополнительных денежных поступлений:

а) проанализируйте степень использования вашего оборудования/имущества с тем, чтобы определить перечень имущества, не используемого в текущей хозяйственной деятельности; обсудите с инженерным персоналом, какое оборудование является необходимым для поддержания текущего и ожидаемого уровня производства, возможности оптимизации использования помещений или возможности нахождения подрядчика для выполнения некоторых производственных процессов на стороне;

б) определите круг потенциальных покупателей/пользователей излишнего оборудования/имущества посредством изучения конкурентов или возможностей альтернативного использования рассматриваемого имущества;

с) выберите наиболее подходящие каналы коммуникации для эффективного доведения до участников рынка вашего предложения о продаже/сдаче в аренду имущества;

д) сдайте в аренду/продайте мало используемое оборудование/имущество;

е) выполните процедуры консервации имущества и подпишите акт консервации, который вы должны будете представить в свою местную налоговую инспекцию. Это позволит вам исключить это имущество из расчета налогооблагаемой базы при расчете платежей по налогу на имущество;

ф) изучите возможности перезаключить арендный договор с вашим нынешним арендодателем;

г) изучите возможности перевода вашей деятельности в менее дорогое место. При этом учитывайте все расходы, которые могут возникнуть в связи с переездом;

h) рассмотрите варианты централизации вашей деятельности за счет перевода подразделений в одно или меньшее количество месторасположений с целью избежания дублирования хозяйственных функций в различных подразделениях и, таким образом, высвобождения дополнительного имущества для возможной продажи/сдачи в аренду.

Рекомендации по увеличению притока денежных средств за счет пересмотра планов капитальных вложений:

a) оцените, какие срочные потребности в капитальных инвестициях вы не можете отложить на более поздний срок;

b) остановите инвестиционные проекты, которые стали менее эффективными в результате изменения финансовой ситуации в России. Изучите возможности возврата полностью или частично вложенных средств;

c) измените график ваших инвестиций так, чтобы уменьшить пиковую нагрузку на ваши денежные потоки, путем пересмотра этапов вложений так, чтобы сопутствующий отток денежных средств не ухудшал бы способность вашей компании осуществлять другие срочные платежи;

d) откажитесь от тех капитальных расходов, которые не могут дать немедленную отдачу для вашей компании;

e) подсчитайте ожидаемые расходы на закрытие определенных направлений деятельности/производственных линий, такие, как расходы на демонтаж оборудования, его транспортировку, уборку и очистку, увольнение персонала и т.д., и сравните их с предполагаемыми убытками в течение периода снижения деловой активности.

Финансирование и амортизация.

В мировой практике используются различные подходы к начислению износа (сумм амортизационных списаний, начислений) и определению остаточной балансовой стоимости. Классифицируем их по нескольким признакам.

В качестве базы, с которой связывается износ оборудования, чаще всего принимают предполагаемое время эксплуатации оборудования (полезный срок его жизни), реже - ожидаемый объем работы.

По степени равномерности списания стоимости оборудования различают равномерную (линейную) и неравномерную (нелинейную) амортизацию. Последняя может быть реализована различными способами. Например, суммы списания могут изменяться согласно некоторому принципу или по специальному графику и т.д.

Можно также разделить методы списания на нормальные, ускоренные и замедленные. Простейший, но не единственный способ ускоренного списания износа - сокращение срока амортизации.

Важным с экономической точки зрения при определении амортизационных сумм является учет принципа неравноценности денег во времени. Некоторые методы исходят из этого принципа, другие не учитывают его. Проще говоря, существуют методы, предусматривающие начисление процентов на амортизационные суммы и не предусматривающие его.

Естественно, что разные методы определения сумм амортизации приводят к различным результатам. Отсюда очевидна некоторая условность получаемых результатов. Вместе с тем возможность выбора метода, если таковая имеется, создает определенную гибкость, позволяет учитывать особенности производственных условий. Знакомство с разными моделями износа оборудования, даже если они еще и не применяются в отечественной практике, представляется полезным как в теоретическом, так и в практическом отношении. Рано или поздно российская практика придет к ним.

2.8.3. Финансирование за счет оптимизации управления оборотными средствами

Советы по взысканию задолженности с целью ускорения оборачиваемости денежных средств:

а) создайте стимулы своим клиентам быстрее платить по счетам путем предоставления специальных скидок;

б) создайте систему оценки клиентов, которая бы суммировала все риски, связанные с таким деловым партнером. Ваша общая зависимость от такого партнера будет включать его дебиторскую задолженность, товары на складе, подготовленные к отгрузке, продукцию в производстве, предназначенную этому клиенту. Установите формальные лимиты кредита каждому клиенту, которые будут определяться вашими общими отношениями с этим клиентом, вашими потребностями в денежных средствах и вашей оценкой финансового положения конкретного клиента;

с) сделайте ваших менеджеров по продажам ответственными за наблюдением и обновлением статуса клиента. Привяжите оплату их труда их труда к реальному сбору денежных средств с клиентов, с которыми они работают;

д) рассмотрите возможность продажи вашей дебиторской задолженности вашему банку;

Рекомендации по разграничению выплат кредиторам по степени приоритетности для уменьшения оттока денежных средств:

а) разделите ваших поставщиков на категории по степени их важности для деятельности и прибыльности вашей компании. Интенсифицируйте ваши контакты с критически важными поставщиками с тем, чтобы укрепить взаимопонимание и стремление к сотрудничеству;

б) предложите различные схемы платежей: убедите ваших кредиторов, что новый подход был бы наилучшим способом для обеих сторон сохранить взаимовыгодные отношения, и постарайтесь достичь соответствующего соглашения об этом;

с) отложите осуществление платежей менее важным поставщикам;

д) найдите альтернативных поставщиков, предлагающих более выгодные условия, и используйте эту информацию для дальнейших переговоров с вашими нынешними поставщиками.

Советы по реорганизации инвентарных запасов:

а) разнесите по категориям ваши запасы по степени их важности для стабильности деятельности вашей компании. Проанализируйте оборот запасов по видам: уменьшите объемы тех видов запасов, которые не являются критическими для функционирования бизнеса;

б) уменьшите размеры неприкосновенных запасов (или запасов, хранящихся в качестве буфера) за счет достижения договоренности о более коротком сроке выполнения заказа на поставку такого товара, если возможно;

с) улучшите вашу деятельность в области заказов на снабжение путем внедрения более эффективных контрольных процедур, таких, как централизация хранения и отпуска товаров, перераспределение площадей хранения или улучшение/минимизация документооборота. Работайте более плотно с вашими поставщиками над вопросами ускоренной поставки и предоставьте им стимулы в виде более привлекательных для них условий оплаты;

д) рассмотрите возможность распродажи залежавшихся запасов со скидками с тем, чтобы получить дополнительные денежные средства, однако избегайте перенасыщения вашего рынка товарами по бросовым ценам, так как это

негативным образом скажется на последующих продажах ваших товаров, а также сделает невозможным реализацию стратегии повышения цен.

2.8.4. Привлечение финансирования за счет оптимизации налогообложения

Налог на прибыль предприятия. Налогооблагаемая база по данному налогу может быть уменьшена:

- На сумму отчислений в резерв и другие фонды, созданные предприятием. Отчисления в вышеупомянутые фонды не должны превышать 50% от налогооблагаемой прибыли предприятия.

- На суммы, использованные для инвестирования в основные средства и выплаты банковских кредитов, полученных и используемых для этих целей (эта льгота действует только при определенных условиях).

- На 30% от сумм, используемых в качестве капитальных вложений на охрану природы.

- На суммы, затраченные на содержание социальных объектов, определенные нормами, установленными местными органами.

- На сумму благотворительных вкладов, не превышающую 5% от налогооблагаемой прибыли.

- На сумму дивидендов, выплаченных физическим лицам и reinvestированных в производство на техническое перевооружение, реконструкцию и/или расширение видов продукции.

- На суммы, выделенные для научно-исследовательских организаций, не превышающие 10% от налогооблагаемой прибыли.

Законные способы оптимизации налога на прибыль имеют в основе учетный характер и оказывают влияние на рентабельность и денежные потоки предприятия.

- Они уменьшают налог, сокращая налоговую базу (налогооблагаемый доход);

- Сокращенная налоговая база приводит к сокращенной "чистой прибыли после уплаты налога";

- Эти методы на самом деле увеличивают денежный поток предприятия и повышают рентабельность капвложений, поскольку они сокращают налог, не влияя на экономическую сторону операций.

В дополнение к налоговым льготам в распоряжении руководства предприятия имеются другие средства оптимизации налога на прибыль.

Для сокращения налоговых выплат предприятие может увеличить себестоимость проданных товаров:

- Используя метод ЛИФО вместо ФИФО или метода средней стоимости для учета запасов;

- Используя метод ускоренного начисления износа основных активов;

- Используя заемное финансирование.

Пример. Оптимизация денежных потоков предприятия за счет метода ЛИФО

	Кол-во	Стоимость	Продаж. цена	Общая стоимость	Прибыль
Начальные запасы	20	4		80	
Закупка 1	30	5		150	
Реализация 1	(10)		15		150
Закупка 2	30	6		180	
Реализация2	(25)		15		375

Всего				410	525
Конечные запасы	45				

1. Рассчитываем конечную СТОИМОСТЬ запасов:
 - Средневзвешенная = $410 / (20 + 30 + 30) \times 45 = 231$
 - ФИФО-стоимость = 45 изделий самой последней закупки = $30 \times 6 + 15 \times 5 = 255$
 - ЛИФО-стоимость = 45 изделий самой первой закупки = $20 \times 4 + 25 \times 5 = 205$
2. Рассчитываем себестоимость реализованных товаров:
 - СРТ = стоимость начальных запасов + стоимость закупленных запасов - стоимость конечных запасов
 - СРТ методом оценки средней взвешенной = $80 + 150 + 180 - 231 = 179$
 - СРТ методом ФИФО = $80 + 150 + 180 - 255 = 155$
 - СРТ методом ЛИФО = $80 + 150 + 180 - 205 = 205$

Налоговые льготы для предприятий. Налоговые льготы вводятся в основном для поощрения инвестиций. На российские предприятия распространяются следующие льготы:

- Увеличенная норма амортизации (уменьшает базу налогообложения);
- Частичный вычет капиталовложений из базы налогообложения;
- "Налоговые каникулы" или уменьшение ставки налога для некоторых отраслей или регионов;
- Льготы для экспортной деятельности;
- Льготы в счет погашения государственного долга предприятиям и задолженности предприятий перед государством.

Инвестиционный налоговый кредит.

Это специфический вид кредитования, предусмотренный Законом РФ "Об инвестиционном налоговом кредите", введенным в действие в 1993 г. Под этим термином понимается отсрочка налогового платежа.

Предприятия со среднесписочной численностью работающих, не превышающей 200 человек (в промышленности и строительстве - до 200 человек; в науке и научном обслуживании - до 100 человек; в других отраслях производственной сферы - до 50 человек; в отраслях непромышленной сферы и розничной торговли - до 15 человек), имеют право уменьшать сумму налогового платежа на 10 процентов от цен:

- 1) закупленного и введенного в действие оборудования, изготовленного в Российской Федерации и используемого непосредственно и полностью для:
 - а) замены оборудования, закупленного ранее по импорту;
 - б) проведения научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ предприятием;
 - в) защиты окружающей среды от загрязнения отходами;
- 2) закупленного и введенного в действие оборудования, указанного в п. 1 со сроком службы более восьми лет (в рамках проводимой предприятием амортизационной политики);
- 3) закупленных и введенных в действие автоматических линий и автоматизированных участков, управляемых ЭВМ, изготовленных в Российской Федерации;
- 4) оборудования для создания рабочих мест инвалидов.

Налоговые органы при предоставлении налогового кредита вправе увеличивать указанный процент в порядке и на условиях, предусмотренных законодательством. Во всех случаях предоставления предприятию налогового кредита условия кредитного соглашения (до его заключения) согласовываются

налоговым органом с финансовым органом, отвечающим за исполнение соответствующего бюджета.

Налоговый кредит предоставляется путем уменьшения авансовых платежей. При этом сумма налогового кредита и налоговых льгот, предоставляемых этим предприятиям, не должна уменьшать суммы налога на прибыль, фактически полученную в календарном году, более чем на 50 процентов.

Предприятия для получения налогового кредита заключают кредитное соглашение с налоговым органом по месту регистрации предприятия. Форма кредитного соглашения устанавливается Государственной налоговой службой Российской Федерации по согласованию с Министерством экономики и финансов Российской Федерации. При этом налоговый орган не вправе требовать от предприятия:

а) начала возврата кредита ранее чем через два года после даты подписания соглашения, а также погашения налогового кредита в срок менее пяти лет, если иной срок не согласован с предприятием;

б) установления процентов на сумму взятого налогового кредита свыше сложного процента инфляции, признаваемого в качестве официального индекса инфляции Правительством Российской Федерации, определяемого для периода кредитного соглашения соответствующим органом.

2.8.5. Дополнительные оптимизационные мероприятия для привлечения финансирования

Методы увеличения продаж:

а) проводите ограниченные маркетинговые исследования на ежедневной/еженедельной основе. Например, проводите наблюдения за розничными/оптовыми ценами в вашем и соседних регионах, проводите пробные ограниченные распродажи со скидками, проводите анализ официальной/отраслевой статистической информации, и т.д.;

б) тщательно оцените прогнозируемые наценки по группам реализуемых товаров для того, чтобы определить группы товаров, приносящие наибольшую прибыль, и, как следствие, именно те, на которых вы должны сосредоточить свое внимание;

с) переоцените факторы потребительского спроса, такие, как потребительские свойства/приоритет при приобретении, цена, качество, тенденции моды, сезонные факторы и т.д.;

д) определите группы продуктов, которые наилучшим образом подходят к изменившимся рыночным условиям, и сконцентрируйтесь на них;

е) определите ваши области профессионального знания, проанализируйте ваши конкурентные преимущества и разработайте пути извлечения выгоды из них;

ф) проанализируйте цены и объемы реализуемой продукции, найдите наиболее разумный компромисс, который поможет вам увеличить поступление дополнительных денежных средств, несмотря на снижение объемов продаж (путем увеличения цены и торговых наценок):

- поднимите вашу отпускную цену, если рынок позволит, для того, чтобы увеличить валовую прибыль;

- уменьшите вашу отпускную цену для того, чтобы увеличить вашу долю на рынке и объемы продаж.

Советы по оптимизации или уменьшению затрат:

а) оптимизируйте или уменьшите затраты на оплату труда: внедрите бонусные схемы оплаты; разделите бремя сокращения зарплат, если таковое будет осуществляться;

б) упростите вашу организационную структуру с целью устранения излишних уровней управления и сокращения затрат на оплату труда;

с) общехозяйственные расходы должны быть существенно уменьшены (затраты на содержание автотранспорта, представительские расходы и т.д.);

д) перезаключите договора, определяющие вашу задолженность в твердой валюте, в рублевую задолженность, например, объясните вашему кредитору, что, если только ваша задолженность не будет переведена в новую форму, ее последующий возврат может зависеть от формальной процедуры банкротства, что может означать для них возврат долга в сокращенном объеме или невозврат вообще. Убедите ваших кредиторов работать с вами с тем, чтобы создать более стабильный базис для постепенной выплаты долга в соответствии с согласованным твердым графиком его выплаты.

Рекомендации по увеличению поступления денежных средств из заинтересованных финансовых источников, не связанных с взаимной торговлей:

а) исследуйте финансовые условия краткосрочного финансирования, предлагаемого вашим банком, и варианты их улучшения;

б) пересмотрите условия вашего долга (отсрочка выплаты основной суммы, снижение процентной ставки) и изучите возможность рефинансирования ваших кредитов в других банках;

с) если нет других возможностей или источников для финансирования ваших операций, проведите переговоры с акционерами или владельцами компании об изыскании дополнительных финансовых ресурсов;

д) уменьшите или отложите любые намеченные выплаты дивидендов.

2.9. Обзор зарубежных источников финансирования

Основными способами получения иностранных долгосрочных инвестиций являются: прямое валютное инвестирование, создание совместных предприятий, эмиссия евроакций и еврооблигаций, открытие кредитной линии, процентные и валютные свопы, опционы.

Прямое валютное инвестирование (Foreign Direct Investment) является одним из инструментов деятельности МНК и подразумевает полное финансирование иностранной компанией деятельности своего филиала за рубежом. При этом могут передаваться за рубеж любые виды активов, включая управленческий персонал и "ноу-хау".

Создание совместных предприятий (International Joint Ventures) - более реалистичный способ получения иностранных инвестиций. К началу 1994 г. общий объем иностранных инвестиций в российскую экономику составил около 10 млрд долл. Большая часть инвестиций была обеспечена именно благодаря созданию совместных предприятий. Более 17 000 таких предприятий с совокупным уставным капиталом в 20 млрд руб. и 4,5 млрд долл. было создано в последние годы. В каждой стране существует свое законодательство, регулирующее деятельность совместных предприятий, в частности, весьма распространенным требованием является ограничение доли иностранного инвестора в капитале совместного предприятия 49%.

Эмиссия евроакций и еврооблигаций (Euro-equity and Eurobond Market) предполагает выпуск ценных бумаг с целью размещения их среди иностранных инвесторов. Многие ведущие фондовые биржи котируют ценные бумаги иностранных компаний, главным образом МНК. Лидирующую роль играет

Лондонская фондовая биржа. Существуют специальные международные синдикаты, занимающиеся организацией выпуска и размещения подобных ценных бумаг, страхованием и выдачей гарантий. Некоторые крупные МНК создают за рубежом собственные финансовые институты для подобных операций. Очевидно, что чести котировать свои бумаги на зарубежных фондовых биржах удостоиваются лишь солидные преуспевающие компании.

Еврооблигация (eurobond) - выпуск облигаций, продаваемых в другой стране. Выпуск еврооблигаций имеет в качестве номинала одну валюту, хотя обычно продается инвесторам в ряде стран. Данный тип эмиссии следует отличать от эмиссии облигаций, целиком выпускаемых на рынок отдельной зарубежной страны. К тому же еврооблигации отличаются от выпусков облигаций, имеющих в качестве номинала две или более валюты. Например, некоторые эмиссии позволяют держателю облигации выбирать валюту, в которой преимущественно будет получаться плата по каждому купону или основному платежу. Это право ограничивается обычно двумя валютами, но их может быть и больше. Наконец, эмиссии облигаций, известные как "валютный коктейль", могут изначально размещаться во множестве валют. Рыночная стоимость такой облигации скорее всего меньше колеблется, нежели облигации с номиналом, выраженным единственной валютой. Таким образом, возможны различные варианты облигационного финансирования.

Финансирование международной торговли. Зарубежная торговля отличается от отечественной относительно используемых средств и документов. Большая часть отечественных продаж осуществляется с использованием кредита по открытому счету; потребителю выставляется счет, и у него есть много дней, в течение которых он может произвести оплату. В международной торговле продавцы редко имеют возможность получить точную и полную доверительную информацию о потенциальных покупателях, в отличие от того, как это можно сделать при внутренних продажах. Связь затруднительна, а транспортировка товаров более медленная и менее определенная. Более того, пути законного улаживания споров в случае невыполнения обязательств сильнее затруднены и имеют высокие издержки их проведения. По этим причинам операции международной торговли отличаются от операций внутренней торговли. Существует 3 основных документа: приказ об уплате, или тратта - переводной вексель; коносамент, отражающий физическое перемещение товаров, и аккредитив, который удостоверяет платежеспособность покупателя. Рассмотрим каждый из них по очереди.

Коммерческий переводной вексель (Bill of Exchange). Международный переводной вексель, иногда называемый "тратта", представляет собой письменное заявление экспортера, приказывающее импортеру выплатить определенную сумму денег к определенному сроку. Хотя слово "приказ" может показаться резким, это обычный способ ведения дел по всему миру. Тратта может быть как векселем на предъявителя, так и срочным векселем. Вексель на предъявителя оплачивается по представлению его стороне, которой он адресован, трассату. Если трассат, или импортер, не оплачивает определенную сумму по предъявлению векселя, он отказывается от оплаты, и возмещение осуществляется посредством аккредитива (будет обсуждаться ниже). Срочный вексель оплачивается через несколько дней после представления трассату. 90-дневная тратта означает, что она оплачивается через 90 дней после предъявления. Необходимо отметить несколько особенностей этого векселя. Во-первых, это безусловный письменный приказ, подписанный трассантом, экспортером. Он определяет точную сумму денег, которую трассат, импортер, должен оплатить. Наконец, он определяет точный период, по истечении которого

эта сумма должна быть уплачена. По представлению срочной тратты трассату она акцептуется. Акцепт может производить как трассат, так и банк.

Если тратта акцептуется трассатом, то он подтверждает в письменной форме на обратной стороне тратты обязательство оплатить указанную в тратте сумму в течение 90 дней. Теперь тратта является акцептованным коммерческим векселем. Если тратту акцептует банк, то она становится акцептованным банком векселем. Банк принимает на себя ответственность по уплате и, таким образом, замещает платежеспособность трассата.

Если банк большой и хорошо известный (а большая часть банков, акцептующих счета, таковыми и являются), то данный документ по моменту акцептования - высоколиквидный. В результате трассант, или экспортер, может и не держать этот вексель у себя в течение соответствующего срока, а может продавать его на рынке. К примеру, 90-дневный вексель на сумму 10 000 долл. акцептован хорошо известным банком. Ставка процента на рынке 90-дневных банковских акцептов, скажем, 8%. Трассант может продать этот вексель инвестору за 9800 долл. ($10\,000 \text{ долл.} - [10\,000 \text{ долл.} \times 0,08 (90 / 360)]$). По окончании 90-дневного срока инвестор представит этот акцепт банку на оплату и получит 10 000 долл. Таким образом, существование сильного вторичного рынка банковских акцептов упростило международную торговлю, обеспечив экспортера достаточной ликвидностью.

Коносамент (Bill of Lading) - это транспортный документ, заключающий в себе сведения о перевозке, доставке товаров и об их владельце.

Коносамент - это документ перевозки, используемый при транспортировке товаров от экспортера к импортеру. У него несколько функций. Во-первых, он служит распиской о том, что транспортная компания приняла определенное количество товаров. Во-вторых, это контракт между транспортной компанией и экспортером о перевозке товаров и поставке их определенному получателю в определенный пункт назначения. Наконец, коносамент может служить в качестве документального обоснования права на имущество. Он дает держателю право собственности на товары. Импортер не получит права собственности, пока не примет коносамент от транспортной организации и ее агентов. Данный документ не будет передан, пока импортер не выполнит все условия переводного векселя (тратты).

Коносамент сопровождает тратту, а процедуры их обращения специально утверждены. Банки и другие институты могут эффективно обрабатывать эти документы, которые существуют фактически в каждой стране. Более того, процедуры международной передачи товаров установлены в международном законодательстве. Они позволяют экспортеру одной страны продавать товары незнакомому импортеру другой и не лишиться права собственности на товары, пока они не будут оплачены, если применяется тратта на предъявителя, или пока не будут подтверждены обязательства оплаты, если используется срочная тратта.

Аккредитив (Letter of Credit) - обязательство банка акцептовать тратту, выписанную потребителю. Расширение сферы кредита, преимущественно в международной торговле.

Коммерческий аккредитив выписывается банком от имени импортера. В этом документе банк дает согласие акцептовать тратту, выписанную импортеру, если только коносамент и другие документы в порядке. В сущности, банк замещает своим кредитом кредит импортера. Очевидно, что местный банк не выпишет аккредитив, пока не решит, что импортер платежеспособен и сможет оплатить тратту. Аккредитив почти полностью устраняет риск экспортера при продаже товаров незнакомому импортеру другой страны. Пример формы аккредитива приведен на рис. 2.9.1.

Пример подтвержденного аккредитива. Данное соглашение усиливается еще более, если банк в стране-экспортере подтвердит аккредитив. К примеру, нью-йоркский экспортер желает отправить товары бразильскому импортеру, расположенному в Рио-де-Жанейро. Банк импортера в Рио рассматривает его как платежеспособного клиента и выписывает аккредитив, гарантирующий оплату товаров при их получении. Таким образом, банк в Рио замещает своей репутацией и оказываемым доверием доверие к импортеру. Контракт теперь заключен между банком в Рио и бенефициаром (получателем денег по аккредитиву), нью-йоркским экспортером. Экспортер может захотеть проводить операции через свой банк из-за малой известности банка в Рио. Он просит свой нью-йоркский банк подтвердить аккредитив банка в Рио. Если нью-йоркский банк удовлетворен платежеспособностью банка в Рио, то согласится это сделать. Когда он делает это, он обязуется акцептовать тратты в соответствии с соглашением аккредитива. Таким образом, когда экспортер отправляет товары, то выписывает тратты в соответствии с условиями соглашения аккредитива.

Он представляет эту тратту в свой нью-йоркский банк, который выплачивает ему обозначенную в ней сумму, полагая, что все условия поставки соблюдены. В результате этого соглашения экспортер получил свои деньги и не волнуется об оплате. Нью-йоркский банк затем отправляет тратту и другие документы в банк в Рио оговоренным способом, банк в Рио акцептует тратту и производит выплату нью-йоркскому банку. В свою очередь акцептованный вексель передается бразильскому импортеру и оплачивается им по прибытии товара в Рио и его поставке.

Из данного описания видно, почему аккредитивы облегчают международную торговлю. Вместо предоставления кредита импортеру экспортер полагается на один или более банков, а их платежеспособность замещает платежеспособность импортера. Существуют отзывные и безотзывные аккредитивы, но тратты, выписанные по безотзывным аккредитивам, должен акцептовать выпускающий банк. Это обязательство нельзя ни отменить, ни изменить без согласования всех сторон. Отзывной аккредитив может отменить или исправить выпускающий банк. Отзывной аккредитив определяет соглашение об оплате, но не гарантирует оплату тратты. Большая часть аккредитивов - безотзывные, а описанный ранее процесс предполагает использование безотзывных аккредитивов.

Три рассмотренных документа: тратта, коносамент и аккредитив - требуются при большей части международных сделок. Установлены правила ведения дел на такой основе. Вместе они предоставляют экспортеру защиту при продаже товаров неизвестным импортерам других стран. Они дают также и импортеру гарантии того, что товары будут перевезены и поставлены соответствующим образом. Финансовому директору следует знать механизм подобных сделок, если фирма занимается экспортом или импортом.

Кредитная линия (Credit Line) представляет собой моральное (не контрактное) обязательство иностранного банка кредитовать клиента до определенного максимума. Как правило, клиент обязан держать в банке депозит в размере 10% от суммы линии плюс 10% от выбранных кредитов. Комиссия за обязательство не берется. Кредитная линия открывается обычно на год и может быть продлена при отсутствии нареканий со стороны банка. Одной из разновидностей кредитной линии, применяемой для краткосрочного финансирования, является учетная кредитная линия (Discount Credit Line), представляющая собой обязательство иностранного банка учитывать векселя клиента в пределах оговоренной суммы.

Валютные свопы представляют собой обменные операции национальными валютами, выполняемые компаниями, представляющими разные страны.

Необходимость подобных операций обусловлена тем обстоятельством, что в большинстве стран иностранные компании могут получить кредиты в местном банке на условиях менее выгодных, чем местные компании. Для того чтобы минимизировать расходы по обслуживанию кредитов, компании заключают между собой договор о валютном свопе, т.е. обмене долгосрочными кредитными обязательствами в одной валюте на равные обязательства в другой валюте. Схема операции очень проста.

Предположим, американской компании А для финансирования своего английского филиала нужна сумма в английских фунтах с фиксированной процентной ставкой, эквивалентная 10 млн долл. Она находит английскую фирму Б, которой нужна та же сумма, но в долларах. Две компании обращаются в банк, занимающийся валютными свопами, и с его помощью заключают сделку о том, что он выдаст необходимые кредиты на условиях свопового обменного курса 1 долл. = 0,54 фунта (при установлении обменного курса учитывают возможную его динамику). Оговариваются срок контракта (например, 5 лет) и фиксированные процентные ставки (например, 11% в фунтах и 9% в долларах). Тогда денежные потоки имеют вид (рис. 2.9.1):

а) Обмен исходными суммами:



б) Ежегодные процентные выплаты:



в) Возврат исходных сумм (через пять лет):



Рис. 2.9.1. Схема денежных потоков при заключении сделки о валютном свопе

Форфейтинговые операции. Форфейтинг (от франц. а *forfait* - целиком) представляет собой кредитование экспортера путем покупки векселей, акцептованных импортером.

Необходимость проведения операций, аналогичных факторингу, для обязательств с более длительными сроками погашения привела к появлению форфейтинга. Первая специализированная форфейтинговая компания - *Finanz AG Zurich* - появилась в 1965 г.

Форфейтинг - покупка среднесрочных векселей, других долговых и платежных документов, возникающих из товарных поставок, специальным

кредитным институтом (форфейтором) за наличный расчет без права регресса на экспортера при предоставлении последним достаточного обеспечения.

Компания, осуществляющая покупку долговых обязательств без регресса на экспортера, носит название форфейтинговой компании, или форфейтера.

Форфейтер берет на себя все виды рисков. Экспортер отвечает за обеспечение правовых аспектов требований, например, за правильное осуществление передачи требований форфейтеру.

Обычно форфейтинг применяется при продаже машин и оборудования. Контракты эти являются средне- и долгосрочными и заключаются на крупные суммы. Поэтому минимальная сумма, используемая при форфейтинге, составляет не менее 250 тыс. долл.: средняя сумма контракта составляет 1 - 2 млн долл. Тем самым размеры получаемых экспортером сумм превышают размеры обычных коммерческих кредитов, но в то же время не достигают масштабов кредитов покупателю, обеспечивающих поставку крупных партий машин и оборудования. Форфейтинг занимает промежуточное место между ними. Покупка требований на большую сумму может осуществляться только лишь консорциумом форфейтеров.

Форфейтированию подлежат требования к импортерам не всех стран из-за существующих политических рисков.

Форфейтирование дает ряд ощутимых преимуществ экспортеру:

- улучшается позиция экспортера по ликвидности, так как фирма немедленно получает наличные;

- экспортер освобождается от валютных, кредитных, процентных рисков;

- уменьшаются долгосрочные требования в балансе фирмы, что приводит к росту ее кредитоспособности;

- снимается необходимость контроля за погашением кредита и работы по инкассации платежей;

- форфейтинг не влияет на лимиты экспортера по овердрафту или на другой кредит, предоставляемый банком.

Недостатками форфейтинга являются:

1. Высокая стоимость: ставка по форфейтированию значительно больше обычных ставок по кредитам, так как форфейтер берет на себя все риски. Расходы по форфейтированию складываются из:

- расходов по получению банковской гарантии или аваля по векселю;

- рискованной премии за политический риск;

- расходов на мобилизацию денежных средств, зависящих от ставок процентов на еврорынке;

- управленческих расходов;

- комиссии форфейтера, составляющей разницу во времени между заключением соглашения и предоставлением документов.

Таким образом, учетная ставка может достигать 10% годовых и выше, в зависимости от странового риска. Однако, сравнивая стоимость данной формы кредитования со стоимостью обычных экспортных кредитов, выданных под гарантии государственных страховых учреждений, необходимо учитывать отсутствие страховых премий, а также банковских сборов за организацию и управление кредитом.

2. Трудность поиска для экспортера банка, желающего действовать в качестве форфейтера.

Процедура форфейтинга для экспортера весьма проста. Продажа векселей оформляется передаточной надписью на них и простым документом, содержащим описание их реквизитов и закрепляющим срок поставки и учетный процент. Векселя должны быть с авалем банка страны покупателя, а другие требования - с банковской гарантией. Оперативность форфейтинга выгодно отличает его от

других форм экспортного кредитования, характеризующихся теми же сроками и объемами, но предполагающих страхование кредита и подготовку ряда специальных соглашений между всеми участниками операции. Для форфейтирования экспортных требований необходимо соблюдать следующие условия:

- 1) экспортное требование должно быть обратимым и безусловным;
- 2) векселя должны быть простыми на импортера, тратты малоупотребимы;
- 3) на векселе должен быть аваль банка страны покупателя, другие требования должны сопровождаться банковской гарантией;
- 4) если платежеспособность импортера сомнительна, то форфейтер может потребовать аваль или гарантию банка третьей страны;
- 5) экспортер может быть освобожден от ответственности по векселю. В этом случае на простом векселе ставится пометка "Без регресса" или "Без обязательств", к переводному векселю может быть приложен специальный документ об освобождении экспортера от ответственности.

Экскурс. Финансирование малого бизнеса

Обычная небольшая фирма, как правило, никакого отношения к высоким технологиям не имеет. Это или магазинчик, франшизинговое подразделение, компания, предоставляющая услуги, или небольшая фирма-производитель. Даже если она работает вполне успешно, она останется маленькой. Такой прогноз отнюдь не уменьшает значимость малого бизнеса для экономики, наоборот. Просто следует признать, что рост в данном случае - не первоочередная задача. Обычно типичная малая фирма сильно зависит от одного - двух человек, которые ею владеют и занимаются почти всем, т.е. специализация для них невозможна. Они постоянно на линии огня, большая часть решений принимается без должного анализа. Здесь постоянно следят за текущей работой, и поэтому нет времени для стратегического планирования.

Во-первых, малые фирмы не могут эмитировать обыкновенные акции. Весь капитал формируется за счет владельцев, а также прибылей от бизнеса. Нехватка денег существенно ограничивает какие-либо планы руководства, нацеленные на расширение. Основными источниками финансирования являются кредиторская задолженность по расчетам, а также ссуды банков или финансовых компаний. Торговый кредит зачастую служит буфером для непредвиденных колебаний денежной массы. Когда фирма находится в стесненном денежном положении, она склонна к замедлению платежей. В очень трудной ситуации можно использовать финансирование за счет начислений: задержки выплаты заработной платы, выплат по привлеченным средствам, а также подоходного налога. Конечно, такие действия чего-то стоят фирме.

Более того, перечисленные факты могут скрыть постоянную потребность в средствах, а следовательно, компании нужно искать другие источники. Ссуды банков и финансовых компаний, как правило, требуют обеспечения дебиторской задолженностью или запасами. Нередко владельцев просят гарантировать ссуду, поставить на карту личное имущество и разделить риск.

Любая средне- и долгосрочная ссуда также должна быть обеспечена. Оборудование можно купить по контракту условной продажи или с использованием обеспеченного кредита либо взять в аренду. Если фирме принадлежит здание, в котором она работает, под него можно получить залладную, но небольшие фирмы обычно берут краткосрочные ссуды.

Из табл. 2.9.1 видно, что малому предприятию требуется больше наличности, чем большому, которое экономит за счет роста масштабов производства, а кроме

того, небольшая компания имеет меньшие размеры запасов на складе из-за разницы подходов к ведению бизнеса. Показатель складского товарооборота гораздо больше, чем у крупной фирмы, что также доказывает разницу их природы. Что касается финансирования, то малый бизнес основывается преимущественно на заемных средствах и в меньшей степени на собственном капитале, в отличие от больших компаний. Данная взаимосвязь отражает трудность накопления своего капитала. Кроме того, менее прибылен сбыт. Остальные цифры говорят сами за себя. Таким образом, главное, в чем различаются компании этих двух видов, - маленькие в большей степени зависят от заемных средств и располагают меньшими запасами на складе при большем их обороте.

Таблица 2.9.1

Сравнение структуры балансов
и финансовых коэффициентов фирм-производителей
инструментов и оборудования для металлообработки

	Стоимость активов	
	Менее 1 млн долл.	От 10 до 50 млн долл.
Денежные средства	8,1%	4,8%
Дебиторская задолженность	29,9%	20,3%
Запасы	19,0%	36,8%
Другие текущие активы	1,9%	4,1%
Чистая стоимость основных средств	34,1%	28,0%
Другие не текущие активы	7,0%	6,0%
Итого активов	100,0%	100,0%
Векселя к оплате	10,0%	13,0%
Счета к оплате	14,9%	11,1%
Начисления	6,4%	2,8%
Другие текущие обязательства	10,1%	10,4%
Долгосрочные обязательства	21,8%	17,5%
Собственный капитал	36,8%	45,2%
Итого обязательств и собственного капитала	100,0%	100,0%
Коэффициент покрытия	1,5	2,0
Коэффициент быстрой ликвидности	1,0	0,7
Средний период инкассирования	47	54
Оборачиваемость запасов	9,0	2,4
Дебиторская задолженность/собственный капитал	1,6	1,0
Прибыль до уплаты налогов	2,3	3,3

Типичная небольшая фирма вовлечена, может быть, даже чрезмерно, в управление оборотным капиталом. Ввиду небольшой капитализации руководство фирмы очень беспокоится о ликвидности. Основная задача - умелое планирование денежных потоков, т.е. отслеживание дебиторской задолженности и наказание опаздывающих должников.

Поэтому, чтобы беспричинно не омертвлять средства, необходимо эффективно управлять запасами. Финансовые проблемы обычно возникают, когда допущены просчеты в управлении дебиторской задолженностью или запасами. Как уже говорилось, также важно управлять краткосрочными обязательствами: оттягивание выплат поставщикам, чтобы достичь уменьшения этой статьи, хотя

бы и временного. Некоторые малые фирмы являются франшизинговыми подразделениями. Они, как правило, берут свои здания в аренду, поэтому основными задачами их руководства становятся управление запасами, контроль за расходами, сбыт и планирование оплаты счетов.

Глава 3. ВЫБОР ИСТОЧНИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ

Финансирование включает в себя разработку краткосрочной и долгосрочной финансовой стратегии предприятия, которые соответственно основаны на источниках краткосрочного и долгосрочного финансирования.

3.1. Выбор источника краткосрочного финансирования

Краткосрочное финансирование используется, как правило, для пополнения оборотного капитала. Объем и структура оборотного капитала варьируются в зависимости от отраслевой принадлежности предприятия, могут быть подвержены сезонным и циклическим колебаниям, они также зависят от эффективности управления портфелем продукции и стратегии управления оборотным капиталом.

Прежде чем рассматривать внешние источники финансирования, предприятию следует проанализировать возможности финансирования за счет "внутренних", которые, как правило, значительно дешевле.

Структура краткосрочного финансирования.

Если фирма не может осуществить финансирование посредством эмиссии коммерческих векселей или взять ссуду в банке из-за низкой кредитоспособности, она должна обратиться к альтернативным источникам. Чем ниже кредитоспособность фирмы, конечно, тем меньше источников краткосрочного финансирования ей доступно. Гибкость в связи с краткосрочным финансированием зависит от способности фирмы выплатить ссуду, а также от способности возобновить ее или увеличить. При факторинге и банковском кредите фирма может выплатить заем, если у нее есть избыток средств; таким образом она сокращает общие процентные издержки. Что касается коммерческих ценных бумаг, фирма должна ждать срока погашения векселя, чтобы вернуть средства.

Гибкость зависит от того, насколько легко фирма может увеличить объем кредитования в короткий срок. При кредитной линии или револьверном кредите в коммерческом банке легко увеличить объем кредитования, если, конечно, не достигнут его предел. При других формах краткосрочного финансирования фирма менее свободна. И, наконец, на выбор вида финансирования влияет степень обремененности активов фирмы долгами. При обеспеченных ссудах кредиторы получают в залог активы фирмы. Необходимость предоставлять обеспечение сдерживает фирму при будущем финансировании. Хотя при факторинге продажа активов действительно имеет место, принцип здесь тот же. В этом случае фирма продает один из самых ликвидных активов, таким образом сокращая свою кредитоспособность с точки зрения кредиторов.

Все эти факторы влияют на фирму при определении оптимальной комбинации методов краткосрочного финансирования. Так как издержки, вероятно, - ключевой фактор, разница в других факторах должна быть сопоставлена с разницей в издержках. То, что является самым дешевым методом финансирования в отношении внешних затрат, может не оказаться таковым с учетом гибкости, возраста и степени обремененности долгами активов. Хотя предпочтительнее характеризовать источники краткосрочного финансирования

при помощи данных о внешних и внутренних издержках, последние очень сложно рассчитать. Более практичный метод заключается в изучении источников по данным о внешних затратах на них, а затем нужно рассмотреть другие факторы, чтобы понять, изменяют ли они положение фирмы в смысле общей предпочтительности. Так как финансовые потребности фирмы меняются со временем, многочисленные источники краткосрочного финансирования должны использоваться на долгосрочной основе.

Таблица 3.1.

Источники краткосрочного финансирования
отличаются по гибкости и стоимости

	Использование средств	Требуемая сумма	Обеспечены	Доступность
Торговый кредит	1	0,25	1	1
Толлинг	0,25	0,5	0	0,25
Банковское финансирование	1	1	0,25	0,75
Взаимозачеты	0,5	0,5	0,5	1
Коммерческий вексель	1	0,5	0,5	0,5
Факторинг	1	0,5	0	0
Лизинг	0	0,5	0	0,5
1 - наиболее гибкий 0 - наименее гибкий				

Торговый кредит кажется бесплатным, но содержит скрытые затраты.

- Поставщик, продлевающий торговый кредит, несет вмененные издержки по средствам, инвестированным в дебиторскую задолженность, поэтому он, как правило, закладывает большую часть этих расходов в цену. Эта сумма зависит от условий рынка и относительного успеха переговоров между двумя сторонами.

Краткосрочное банковское финансирование может дорого стоить, однако его преимущества - это гибкость и возможность пролонгации.

Факторинг (продажа или дисконтирование дебиторской задолженности) также ограничен сейчас в России. Преимущество факторинга - в том, что он позволяет продавцу поддерживать ликвидность. Недостатки - в том, что факторинг недешев, ограничен в России и обычно предоставляется только клиентам банка.

Коммерческие векселя, по сути, являются необеспеченной дешевой альтернативой торговому кредиту и используются как денежный эквивалент для текущих расчетов в случае нехватки наличности.

Краткосрочный лизинг может сократить инвестиции в оборудование, которое нужно предприятию только на ограниченный срок.

Преимущества краткосрочного лизинга:

- Служит альтернативой небольшим капитальным затратам;
- Денежные расходы и доходы от использования основных средств совпадают во времени;
- Выгодно, если арендатор не намеревается использовать основное средство в течение полного экономического срока жизни последнего, например, арендует транспорт на короткий период, компьютеры и офисное оборудование;
- Арендатор платит "за удобства", в то время как арендодатель обычно отвечает за ремонт и обслуживание.

3.2. Выбор источника долгосрочного финансирования

Для стабильного роста и развития предприятие нуждается в долгосрочном финансировании. Постоянное развитие необходимо для обеспечения конкурентоспособности предприятия. При этом требуются значительные финансовые ресурсы для финансирования следующих долгосрочных целей:

- модернизация технологии производства продукции (разработка или приобретение новых технологических линий и современного оборудования);
- совершенствование продукции (разработка новой, улучшение существующей продукции, расширение продуктового ассортимента);
- создание и экспансия дистрибьюторской сети;
- совершенствование информационных систем, системы отчетности и многие другие мероприятия, направленные на получение прибыли в долгосрочном аспекте.

Поскольку инвестиционные проекты требуют значительных финансовых ресурсов, а получение прибыли предполагается только в долгосрочном аспекте, то долгосрочное финансирование требует согласования с акционерами и всеми заинтересованными лицами.

Привлечение финансовых ресурсов из источников долгосрочного финансирования гарантирует стабильное поступление денежных средств для предприятия, и в этом смысле оно более надежно, чем краткосрочное финансирование, при котором у предприятия нет уверенности в получении ресурсов в ближайшем будущем.

Однако это преимущество долгосрочных источников с избытком компенсируется тем обстоятельством, что получить долгосрочное финансирование в России крайне сложно. Как правило, долгосрочным финансированием считается предоставление финансовых ресурсов на срок более года, но в случае финансирования российским банком этот срок составляет лишь полгода.

Кроме того, к недостаткам долгосрочного финансирования можно отнести следующие:

- Почти всегда оно требует обеспечения в виде основных активов и/или гарантий акционеров;
- Требуется предоставление вспомогательной информации: например, бизнес-плана, финансовых расчетов, подтверждающих способность обслуживать и выплачивать долг;
- Не обладает гибкостью - может оказаться дорогостоящим при падении процентных ставок, если условия не будут пересмотрены;
- Как правило, обходится дороже краткосрочного финансирования, так как является более рискованным кредитом или инвестициями для банка/инвестора.

Источники долгосрочного финансирования отличаются друг от друга по гибкости, доступности, стоимости и другим критериям (см. табл. 3.3).

Прежде чем рассматривать внешние источники долгосрочного финансирования, предприятию следует проанализировать возможности финансирования за счет "внутренних", которые значительно дешевле.

Предприятие может обеспечить себя внутренним долгосрочным финансированием посредством:

- реинвестирования прибыли;
- амортизационной политики;
- оптимизации управления основными фондами (реструктуризация, продажа вспомогательных производств, убыточных направлений деятельности и неэффективно используемых основных фондов).

(Подробное описание этих источников финансирования см. п. 2.8)

Существует два типа внешнего долгосрочного финансирования: кредитование и акционерное финансирование.

Таблица 3.2

Типы внешнего долгосрочного финансирования

Кредитование	Акционерное финансирование
<ul style="list-style-type: none"> - источник финансирования с фиксированной стоимостью, не зависящей от доходности активов - погашение основной суммы и выплата процентов в отличие от дивидендов требуется по закону - сроки погашения можно совместить по времени с поступлением средств, но они должны быть определены заранее - стоимость привлечения средств относительно низка - как правило, требует обеспечения в виде основных средств или гарантий 	<ul style="list-style-type: none"> - отсутствует обязательство направления средств на выкуп акций - по закону отсутствует обязательство выплаты дивидендов - увеличивает финансовую базу и кредитную емкость предприятия - является самым дорогостоящим источником финансирования, так как дивиденды не снижают налогооблагаемую базу, а стоимость привлечения средств высока - инвесторы ожидают высокий доход на свои вложения, так как риск и неопределенность, связанная с акционерным капиталом, высоки - расширение акционерного капитала размывает владение и контроль со стороны существующих акционеров

На основании анализа табл. 3.2 можно сделать следующий вывод:

Кредитование для предприятия является менее надежным источником получения финансовых ресурсов, а акционерное финансирование требует больших затрат.

Выбор источника финансирования следует начать с рассмотрения следующих вопросов:

1. Какого размера финансирование требуется?
2. Каковы размеры юридического лица, получающего средства?
3. Какую часть контроля вы готовы отдать?
4. Какова степень риска проекта?

1. Количество требуемых средств ограничивает выбор источников финансирования следующим образом:

- Для финансирования в крупных размерах приоритетными источниками являются: иностранные банки, стратегические инвесторы, публичная эмиссия, облигации и конвертируемые облигации;

- Финансирование в средних и малых размерах вполне возможно осуществить из следующих источников: российские банки, частные инвестиционные фонды (зависит от фонда), "фонды помощи", лизинг.

Сравнительный анализ источников долгосрочного финансирования

	Сумма	Размер компании	Толерантность к риску	Контроль	Уровень информ. обеспеч.	Учет специфики отрасли	Доступность	Стоимость
Российские банки	0,75	1	0,25	1	средний	средний	1	средний
Иностранные банки	1	0,25	0	0,75	высокий	высокий	0,25	средний
Частные фонды	0,75	0,5	0,25	0,25	средний	высокий	0,5	низкий
Фонды помощи	0,5	1	0,75	0,5	средний	низкий	0,75	низкий
Стратег. инвесторы	1	0,5	0,5	0	высокий	средний	0,25	низкий
Публичная эмиссия	0,5	0,25	0,25	0,75	высокий	средний	0,25	средний
Выпуск облигаций	0,25	0	0	0,75	высокий	высокий	0	высокий
Конверт. облигации	0,5	0,25	0,25	0,5	высокий	средний	0	средний
Лизинг	0,25	1	0	1	низкий	низкий	1	низкий

1 - наиболее гибкий

0 - наименее гибкий

Различные источники имеют широкий диапазон размеров предлагаемого финансирования

Приблизительные диапазоны источников финансирования:

- Российские банки: 5000 долл. - 30 млн долл.
- Иностранные банки: 5 млн долл. - 100 млн долл.
- Частные инвестиционные фонды: 500 000 долл. - 100 млн долл.
- Фонды "помощи": 25 000 долл. - 100 млн долл.
- Стратегические инвесторы: 10 млн долл. - 200 млн долл.
- Публичная эмиссия акций: 10 млн долл. - 300 млн долл.
- Публичная эмиссия облигаций: 50 млн долл. - 300 млн долл.
- Публичная эмиссия конвертируемых облигаций: 30 млн долл. - 300 млн долл.

- Частное размещение облигаций: 5 млн долл.- 100 млн долл.

- Лизинг: 10 000 долл. - 20 млн долл.

2. Размер предприятия определяет источник финансирования исходя из следующих предпосылок:

1. Некоторые источники финансирования требуют, чтобы предприятие было хорошо известно, для того чтобы добиться успеха (публичная эмиссия, выпуск облигаций, выпуск конвертируемых облигаций).

2. Акции более крупных предприятий обычно бывают более ликвидными; это является предметом внимания некоторых источников финансирования (портфельные инвесторы - частные фонды).

3. Некоторые фонды "помощи", наоборот, имеют мандат на инвестирование в малые и средние предприятия.

3. Различные источники краткосрочного финансирования требуют различных видов обеспечения:

- Стратегические инвесторы хотят осуществлять контроль над оперативными и другими решениями;

- Частные фонды и фонды "помощи" могут захотеть иметь представителя в совете директоров;

- Иностранные банки могут иметь строгие условия предоставления кредитов;

- Российские банки меньше заинтересованы в осуществлении контроля;

- Публичные эмиссии акций, облигаций и т.д. стремятся диверсифицировать состав акционеров, противодействуя получению крупного пакета акций одним акционером.

4. Степень риска проекта снижает круг потенциальных источников финансирования:

- Фонды помощи, имеющие политические мотивы для инвестирования в различные проекты в России, больше склонны рассматривать рискованные инвестиции;

- Стратегические инвесторы, знающие бизнес и имеющие связи, которые могут снизить риски конкретных проектов, могут также рассматривать финансирование проектов, которые другие источники отказываются рассматривать, или за финансирование которых они требуют чрезмерно высокий уровень дохода;

- Российские банки чрезвычайно опасаются риска, но понимают политические и специфические для России риски;

- Иностранные банки обычно являются наиболее опасющимися риска источниками долгосрочного финансирования.

Проанализируем каждый из источников долгосрочного финансирования, описанных в табл. 3.3.

Публичная эмиссия акций. Решение о публичной эмиссии акций зависит от ситуации на рынке. Российское предприятие может рассматривать вопрос о публичной эмиссии акций либо на российском рынке, либо на иностранном рынке. Комбинирование средств из различных источников может дать возможность предприятию получить больше средств.

Преимущества публичной эмиссии акций в том, что она:

- приводит в результате к диверсификации состава акционеров при том, что ни один инвестор не имеет контрольного пакета акций;
- увеличивает ликвидность продаваемых акций, дает возможность определить рыночную стоимость акций;
- отличная реклама для предприятия в случае успеха.

Однако публичная эмиссия акций имеет и недостатки:

- высокая стоимость - подготовка, издержки на эмиссию, на рекламу и т.д.;
- заранее не известно, сколько денег будет получено, если только акции не размещены предварительно у одного или нескольких покупателей;
- публичные эмиссии акций характеризуются большим сроком подготовки (необходимо подготовить проспект эмиссии и инвестиционный меморандум) и требуют кратчайших сроков осуществления (от 3 недель до 3 месяцев).

Публичная эмиссия требует выполнения следующих задач, не нужных для закрытого размещения акций:

- создание структуры, занимающейся продажей акций, где может потребоваться содействие инвестиционных консультантов;
- отношения с общественностью, где также может потребоваться содействие профессиональных консультантов;
- презентации для групп потенциальных инвесторов;
- организация системы "банков-получателей" для получения средств за акции;
- печать и распространение проспекта, меморандума, форм заявок...

Принимая решение о публичной эмиссии на российском рынке, следует ответить на вопрос: кто купит акции?

- российские частные лица обычно покупают очень небольшой процент акций, размещаемых публично;
- большинство акций продается российским и иностранным портфельным инвесторам, хотя значительная часть может быть продана заранее - либо портфельным инвесторам, либо стратегическим инвесторам;
- публичная эмиссия в России включает продажу акций иностранным инвесторам, инвестирующим в России.

Публичная эмиссия на иностранном рынке дает возможность доступа к источнику капиталов во всем мире, оценки стоимости акций на международных рынках и является отличной рекламой для предприятия в случае успеха. К сожалению, она дороже публичной эмиссии на российском рынке и возможна только для крупных, хорошо известных предприятий.

Комбинация законодательства по ценным бумагам и рыночных сил не дает российским предприятиям возможности получать деньги путем прямой эмиссии акций на большинстве иностранных рынков:

- Мосэнерго и ЛУКОЙЛ организовали эмиссии американских депозитарных расписок (АДР); но эти эмиссии основаны на перепродаже акций, уже находящихся на рынке, и не принесли финансирования;
- Российские компании организуют выпуски АДР сейчас для того, чтобы их названия стали известными на иностранных рынках, и для создания рынка своих акций. Таким образом, конечная цель этой долгосрочной стратегии заключается в том, чтобы подготовить рынок для настоящей эмиссии акций в будущем.

Эмиссия облигаций. Выпуск облигаций в настоящее время также возможен только для крупных российских предприятий. Выпуски облигаций чрезвычайно редки в России и очень дороги - требуется выплачивать высокие проценты для того, чтобы покрыть риски инвестора.

Потенциальные покупатели облигаций и риски, сопряженные с их приобретением, представлены в таблице.

Таблица 3.4

Потенциальные покупатели облигаций

Покупатели	Риски
<ul style="list-style-type: none"> - Портфельные инвесторы, которые нуждаются в регулярном доходе и диверсификации портфеля - Пенсионные фонды и институциональные инвесторы - Банки и финансовые компании - Страховые компании - Другие корпорации, имеющие избыток денежных средств - могут быть кратко- или долгосрочными - Частные инвесторы - Иностранное правительство, особенно облигации, выпущенные правительствами - Стратегические инвесторы ищут уникальные инвестиционные инструменты - Правительства как средство субсидирования некоторых отраслей или предприятий 	<ul style="list-style-type: none"> - Риски процентных ставок - стоимость облигаций может значительно изменяться вместе с изменениями процентных ставок - Риск инфляции - если инфляция возрастает, выплаты по купонам могут не обеспечить адекватной компенсации инвестору (если это не облигации с переменной процентной ставкой) - Риск рынка - в России нет легкодоступного первичного рынка облигаций - Риск ликвидности - нет вторичного рынка облигаций - Кредитный риск - риск невыполнения обязательств высок для многих предприятий в силу неопределенности экономического положения - Специфический риск эмиссии - отсутствие хорошо определенной юридической основы для защиты инвесторов

Эмиссия конвертируемых облигаций. Конвертируемые облигации представляют собой нечто среднее между облигацией и акцией.

- Конвертируемые облигации позволяют в будущем произвести обмен на другую ценную бумагу, как правило, на обыкновенные акции эмитента.

- Таким образом, держатель облигации может конвертировать требование в долю участия, если работа предприятия будет признана успешной и конверсия будет выглядеть привлекательной; в то же время за ним сохраняются специальные права кредитора.

- Облигации могут погашаться поставкой товарной продукции, такой, как нефть или драгоценные металлы.

Преимущества конвертируемых облигаций:

- Потеря контроля происходит в момент и при условии конвертации.

- Если стоимость акции не увеличивается, держатель облигации может выбрать вариант погашения без конверсии.

- Держатели получают текущий доход плюс возможность получить дополнительный доход при росте стоимости акций.

- Возможность конверсии делает облигации более ценными, что позволяет эмитенту платить меньшую процентную ставку (или продавать их с большей премией или меньшей скидкой), чем в случае с обычными облигациями.

- В отличие от дивидендов, выплаты по купонам, как правило, не учитываются в составе налогооблагаемого дохода.

Лизинг. Лизинг является соглашением, определяющим условия, по которым владелец имущества, арендодатель, передает арендатору право пользоваться имуществом.

Предприятия могут брать в лизинг землю, здания и почти любой вид оборудования. Некоторые случаи лизинга представляют собой простые договора аренды ("оперативный лизинг"), в то время как другие сильно напоминают покупку имущества за счет заемных средств ("финансовый лизинг"). Благодаря некоторым положениям налогового законодательства лизинг может являться экономически выгодным вариантом как для арендатора, так и для арендодателя, и используется некоторыми арендаторами несмотря на то, что они располагают средствами для покупки взятых в лизинг активов.

Таблица 3.5.

Преимущества лизинга

Преимущества для арендатора:	Преимущества для арендодателя:
<ul style="list-style-type: none"> - Позволяет избежать риска собственности - включая случайные убытки, изменение экономической ситуации, физический износ и моральное старение - это делает лизинговое финансирование популярным для высокотехнологичных активов, таких, как компьютеры и медицинское оборудование - Арендатор может скоординировать выплаты и поступления денежных средств, что приведет к снижению потребностей в финансировании; лизинговые платежи могут быть организованы таким образом, чтобы платежи были меньше сегодня, больше завтра и наоборот - Лизинговые платежи не включаются в налогооблагаемую базу при уплате налога на прибыль и имущество - Многие западные поставщики оборудования очень хотят выйти на российский рынок и могут предложить очень привлекательные условия 	<ul style="list-style-type: none"> - Увеличение объема продаж - производитель или дилер могут значительно повысить объем своих продаж, предлагая потенциальным заказчикам (которые не могут себе позволить купить) вариант, предусматривающий лизинг его продукции - Налоговые выгоды - в договорах лизинга может указываться, кто пользуется выгодами/несет обязательства - Постоянные деловые отношения с арендатором - Сохраняется остаточная стоимость - арендодатель может передать активы в лизинг другому арендатору или продать имущество и получить немедленную прибыль

В вопросе выбора источника финансирования немаловажное значение играют сроки, в которые может быть получено финансирование. Сравнительный анализ источников долгосрочного финансирования по этому критерию приведен ниже.

Таблица 3.6

Банковское финансирование:
Задачи и минимальные сроки

Задача	Месяцы														
	1			2			3			4			5		
Отбор/оценка проекта (включая прогноз движения денежных средств)	/	/	/	/											
Подготовка бизнес-плана				/	/	/									
Подготовка общей информации о компании							/	/							
Выбор банка							/	/	/	/					
Первоначальные контакты с банком								/	/	/	/				
Поиск соответствующего гаранта/ Определение надлежащего обеспечения								/	/	/	/				
Переговоры/соглашение											/	/	/	/	/
Фактическое предоставление кредита															

Поиск портфельного инвестора:
Задачи и минимальные сроки

Задача	Месяцы																											
	1				2				3				4				5				6				7			
Отбор проекта/оценка (включая прогноз движения денежных средств)	/	/	/	/																								
Подготовка бизнес-плана					/	/	/																					
Назначение финансового консультанта					/	/	/																					
Финансовый анализ (финансовый консультант)					/	/	/	/																				
Юридический анализ (юрисконсульт)					/	/	/	/																				
Подготовка инвестиционного меморандума								/	/	/	/																	
Оценка компании								/	/	/	/																	
Выбор инвестора								/	/																			
Первоначальное установление контакта с потенциальным инвестором										/	/	/	/															
Встречи/посещение завода												/	/	/	/													
Анализ состояния компании (если проводится инвестором)																/	/	/	/									
Общее собрание акционеров																					/	/	/	/				
Переговоры/соглашение																				/	/	/	/					
Подготовка проспекта в соответствии с российским законодательством																									/	/	/	

Внесение налога с новой эмиссии																				/	/	
Утверждение проспекта Минфином																				/	/	/
Фактическое внесение инвестиций																					/	/

Таблица 3.8

Публичные эмиссии акций:
Задачи и минимальные сроки

Задача	Месяц																				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9												
Отбор/оценка проекта (включая прогноз движения денежных средств)	/	/	/	/																	
Назначение финансового консультанта			/	/	/	/															
Финансовый анализ (финансовый консультант)			/	/	/	/															
Юридический анализ (юрисконсульт)					/	/	/	/													
Оценка компании					/	/	/	/	/	/											
Подготовка меморандума о продаже (проспект западного стандарта)								/	/	/	/										
Общее собрание акционеров								/	/												
Проверка меморандума о продаже								/	/												
Подготовка проспекта в соответствии с российскими требованиями								/	/												

Назначение ведущего менеджера эмиссии														/	/	/	/	/	/	/	/																	
Представление компании населению														/																								
Внесение налога с новой эмиссии														/	/																							
Первоначальное утверждение проспекта Минфином														/	/	/	/																					
Создание синдиката по продаже														/	/	/	/																					
Разработка порядка приема заявок для банка														/	/	/	/	/	/																			
Предпродажа эмиссии, обеспечение гарантии																		/	/																			
Определение цены эмиссии																						/	/															
Окончательное утверждение проспекта																						/	/	/	/													
Представление эмиссии населению																						/	/															
Печатание проспекта и меморандума о продаже																												/	/									
"Передвижные презентации"																						/	/															
Распространение материалов																												/	/									
Период размещения																														/	/							
Рассылка выписок из реестра																																			/	/		

3.3. Выбор инвестора

Российские банки. Преимущества российских банков в том, что они:

- знают местную обстановку и локальный инвестиционный климат;
- понимают отечественную бизнес-культуру и осознают положение российских предприятий;
- понимают российскую финансовую отчетность и систему бухгалтерского учета;
- могут предложить консультации по снижению издержек финансирования, основываясь на своем опыте.

Но, с другой стороны, российские банки чрезвычайно отрицательно относятся к риску и будут, скорее всего, требовать существенного обеспечения.

Иностранные банки. Для того, чтобы российское предприятие заинтересовало иностранный банк, его инвестиционный проект должен соответствовать кредитной стратегии банка. Рассматривая иностранные банки в качестве инвесторов, следует иметь в виду следующие обстоятельства:

- Большинство иностранных банков весьма разборчивы в выборе предприятий, которым они предоставят кредит, и предпочитают кредитовать производственные, коммунальные/телекоммуникационные предприятия, а также экспортные отрасли;

- Некоторые российские предприятия уже получили финансирование от иностранных банков через свои филиалы, зарегистрированные за границей, но это очень трудно организовать, а требования законодательства, регулирующего валютное обращение, очень строгие;

- Увеличившееся присутствие иностранных банков в России сделало более вероятным получение финансирования из этого источника. Наилучшим вариантом для вас в этом случае являются филиалы банков, получившие лицензию на ведение банковских операций в России;

- Финансирование за счет заемных средств, получаемое от иностранных банков, возможно на более длительный период и по более низкой стоимости, чем получаемое от российских банков. Они также имеют доступ к крупным суммам капитала;

- Так как большинство иностранных банков, работающих в России, являются стабильными, они часто предоставляют и более надежный источник финансирования в будущем.

Инвестиционные банки. Многие российские банки сегодня называют себя "инвестиционными", что, строго говоря, не совсем правильно. С точки зрения непрофессионала, любой банк - инвестиционный: ведь он инвестирует средства, размещенные клиентами на депозитах. Тем не менее, у инвестиционного банка есть очень точное определение - это инвестиционный институт, который занимается размещением новых выпусков ценных бумаг. Правильнее считать инвестиционный банк не инвестором, а финансовым посредником. Компания, желающая разместить (то есть продать) новый выпуск своих акций или облигаций, может привлечь инвестиционный банк для проведения публичного предложения или частного размещения этого выпуска. Очень часто инвестиционный банк привлекают к финансовым проектам на более ранних стадиях их реализации, чтобы специалисты инвестиционного банка помогли руководству компании решить, какого рода ценные бумаги и когда стоит выпускать, чтобы привлечь необходимый объем финансирования на наиболее выгодных условиях.

Существует два механизма взаимодействия между компанией-эмитентом и инвестиционным банком.

1. Инвестиционный банк выкупает весь выпуск у эмитента по договорной цене, а затем перепродает его инвесторам по более высокой (если удастся) цене. Разница между этими двумя ценами составляет доход инвестиционного банка.

2. Инвестиционный банк действует как агент эмитента, получая за это некоторый процент от полной стоимости размещенного выпуска.

В мировой практике инвестиционные банки часто привлекают для привлечения финансирования при крупных реорганизациях (акционирование структурного подразделения с организацией на его базе новой компании, слияние двух компаний или поглощение одной компании другой).

Торговые банки. Торговый банк (англ. merchant bank) - явление пока для России невиданное. Торговый банк похож и на коммерческий, и на инвестиционный. Торговые банки имеют очень большой капитал, который позволяет им приобретать ценные бумаги не только для перепродажи, но и как объекты инвестиций. Кроме того, торговые банки оказывают обычные в практике коммерческих банков расчетные и кредитные услуги.

Инвестиционные фонды представляют собой акционерное общество открытого типа, аккумулирующее средства мелких инвесторов путем продажи собственных ценных бумаг. Фонд обеспечивает инвестирование собранных средств в ценные бумаги других эмитентов, а также выполняет операции на финансовом рынке. Существует великое множество различных организационно-правовых форм инвестиционных фондов. Принято выделять две основные категории инвестиционных фондов: открытые и закрытые.

Открытые фонды эмитируют ценные бумаги с обязательством их обратного выкупа (закрытые такого обязательства не дают). Открытые фонды допускают увеличение и уменьшение доли инвесторов в них в любое время. Именно поэтому открытые фонды наиболее привлекательны для мелких инвесторов, которые не могут внести в фонд значительные средства и не хотят связывать себя обещаниями оставить эти средства в фонде на значительный срок. Соответственно, открытые фонды стремятся вкладывать деньги своих инвесторов в наиболее ликвидные финансовые инструменты, которые при необходимости очень легко обратить в деньги.

Закрытые фонды, напротив, устанавливают определенные промежутки времени, в течение которых инвестор не имеет права забрать свои деньги из фонда. Многие закрытые фонды имеют очень высокие требования к объему инвестиций и, таким образом, рассчитаны в основном на институциональных клиентов. Закрытые фонды не предъявляют высоких требований к текущей ликвидности инвестиций и поэтому часто достигают более высокой доходности в долгосрочной перспективе.

Важно помнить, что у абсолютного большинства инвестиционных фондов имеется инвестиционная декларация, в которой черным по белому написано, в какие финансовые инструменты фонд имеет право инвестировать. В мировой практике известны фонды государственных облигаций, корпоративных облигаций, денежного рынка, недвижимости и акций. Существуют также сбалансированные фонды, инвестирующие в несколько видов финансовых инструментов.

Портфельные инвесторы предоставляют российским предприятиям существенный источник финансирования. Портфельные инвесторы включают инвестиционные фонды (как частные фонды, так и фонды "помощи"), фонды венчурного капитала, пенсионные фонды, страховые фонды и т.д. Они стремятся найти сочетание доходов от выплаты дивидендов и от повышения стоимости основных средств (повышения стоимости акций). Портфельные инвесторы предъявляют следующие требования к объекту инвестиций:

- Инвестиции в предприятие должны гарантировать доход инвестору;

- При этом профессиональный менеджмент предприятия является важнейшим критерием для инвестирования.

Портфельные инвесторы не нуждаются и обычно не стремятся к получению контрольного пакета акций, но они обычно хотят иметь свое право голоса в отношении того, как управлять предприятием, а именно:

- голосование на собрании акционеров;
- представительство в Совете Директоров.

Существует ряд иностранных фондов, специализирующихся на российском рынке. Позитив их присутствия заключается в том, что многие иностранные фонды, работающие в России, инвестируют деньги, специально предназначенные для России или СНГ. Кроме того, поскольку эти фонды имеют деньги, которые должны быть инвестированы только здесь, фонд будет, вероятно, иметь свой офис в России и будет знаком с окружающими условиями и культурой.

Однако, ориентируясь на зарубежные фонды, не следует забывать, что, например, строгие правила Комиссии по ценным бумагам США не разрешают американским фондам инвестировать в большинство российских предприятий. Менее строгие, но аналогичные правила европейских фондов (как внешние правила, так и внутренние требования фонда) также затрудняют инвестирование в Россию.

Для того чтобы успешно сотрудничать с портфельными инвесторами, надо понимать их инвестиционную стратегию. Нехватка капитала приводит многие российские фонды к поиску краткосрочной торговой прибыли. Задача же американских/европейских портфельных инвесторов состоит в том, чтобы найти средне- и долгосрочные доходы, связанные с ростом рыночной стоимости на срок 5 лет и более.

- Портфельные инвесторы имеют тенденцию инвестировать в акции крупных предприятий;

- Крупные иностранные инвестиционные фонды обычно инвестируют в крупные предприятия, но большинство иностранных инвестиционных фондов в России - среднего размера и заинтересованы в акциях предприятий средней величины;

- Портфельные инвесторы все в большей степени нацелены на отдельные отрасли.

Многосторонние и двухсторонние фонды "помощи" являются особым случаем портфельных инвестиций.

Фонды "помощи" являются инвестициями, поддерживаемыми иностранными правительствами. Инвестиционная стратегия этих фондов характеризуется следующими особенностями:

- Обычно они рассматривают небольшие инвестиции (50 000 долл. - 3 млн долл.);

- Инвестируют в малые предприятия: некоторые занимаются только инвестированием в малые и средние предприятия. Они также являются хорошим источником финансирования дочернего предприятия (особенно если это новое направление деятельности);

- Они приветствуют непосредственные заявки на финансирование: их двери открыты, по крайней мере, для запроса;

- Имеют большое желание осуществлять инвестиции во времена политической и экономической нестабильности. В нынешней политической обстановке может появиться намного лучший шанс на получение финансирования от фондов помощи;

- Однако в связи с тем, что они поддерживаются иностранными правительствами, на процесс принятия ими решений оказывают влияние многие

политические факторы, которые трудно предсказать и невозможно контролировать;

- Фонды помощи стремятся инвестировать в различные отрасли промышленности.

Пример. Структура инвестиций по отраслям Российско-американского фонда (TUSRIF):

Производство пищевых продуктов и услуги 37%

Промышленное оборудование и станки 22%

Торговое рыболовство 9%

Сельское хозяйство 7%

Деловые услуги 5%

Производство электронного оборудования 4%

Производство бумаги и бумажной продукции 2%

Одежда и ткани 1%

Финансовые услуги 1%

Строительные материалы 1%

Стратегические инвесторы. Все инвесторы, о которых мы говорили выше, обладают одним общим свойством - это чисто финансовые инвесторы. Финансовые инвесторы, как правило, не стремятся приобрести крупные (тем более контрольные) пакеты акций, не сильно разбираются в специфике работы предприятий, в которые инвестируют, и не вмешиваются в оперативное управление этими предприятиями. Все это - удел стратегических инвесторов. Наиболее яркий пример стратегических инвестиций в России - это приобретение контрольного пакета акций завода "Новомосковскбытхим" американским конгломератом Procter and Gamble. Инвестор наладил на заводе массовое производство своего стирального порошка "Тайд", а также предоставил рекламную и маркетинговую поддержку новомосковскому порошку "Миф". В настоящее время Procter and Gamble занят репрофилированием предприятия - закрытием ранее существовавшего на нем лакокрасочного производства и созданием мощностей по выпуску своих традиционных продуктов, в основном моющих и чистящих средств.

Стратегические инвесторы в настоящее время являются основным источником финансирования акционерного капитала в России. Стратегическими инвесторами могут быть:

- компании в той же самой или связанной с ней отраслью промышленности, стремящиеся расширить существующие направления своей деятельности;

- компании в не связанной с ней отрасли промышленности, стремящиеся лучше использовать свои активы;

- финансово-промышленные группы (ФПГ), которые стремятся развивать стратегические связи. Однако присоединение к ФПГ не гарантирует финансирования.

Стратегические инвесторы, помимо финансирования, могут предоставить дополнительные выгоды (известный бренд, паблисити, административный ресурс и т.д.). Весьма вероятно, что они оценят стоимость акций предприятия выше, чем портфельный инвестор. Стратегические инвесторы стремятся к долгосрочному сотрудничеству и значительным полномочиям при принятии оперативных решений (часто контрольный пакет акций, как минимум - место в совете директоров). Однако они могут потребовать принятия непопулярных мер, связанных с реорганизацией, изменением стратегии.

Стратегические инвесторы часто хотят создать каналы сбыта на рынках России/СНГ/Восточной Европы и ищут:

- прочно занятую долю рынка или конкретные права на долю рынка;
- производство с низкой себестоимостью;
- источники высококвалифицированной и относительно недорогой рабочей силы;
- технологию;
- эффект от взаимодействия с деятельностью в других странах;
- возможный эффект масштаба;
- возможность продажи продукции в России (если это поставщик);
- готовый источник сырья и материалов (если это покупатель).

Предприятия среднего размера представляют наилучшую возможность для стратегических инвесторов при реализации задач их деятельности, особенно если сумма инвестиций обеспечивает получение права голоса при принятии основных оперативных решений.

Достоинства стратегического инвестора заключаются в том, что, кроме дополнительных финансовых ресурсов, предприятие имеет возможность получить дополнительные выгоды, как-то:

- Новую технологию, уникальное оборудование;
- Знание рынка и отрасли;
- Доступ к каналам сбыта на иностранных рынках;
- Расширение ассортимента продукции;
- Признание рынком торговой марки инвестора;
- Потенциальную экономию за счет роста масштабов производства;
- Синергизм (эффект производственного взаимодополнения);
- Поставки (если инвестор является поставщиком) или готовый рынок (если инвестор является покупателем);
- Профессиональный менеджмент;
- Обычно оценивает акции предприятия выше, чем портфельный инвестор, лучше знает данную деятельность, поэтому может лучше оценить стоимость акций.

Создание со стратегическим партнером дочернего совместного предприятия имеет несколько преимуществ. Внешним инвесторам это нравится как средство инвестирования по следующим причинам:

- Четкая определенность;
- Отдельное юридическое лицо;
- Никаких обязательств в социальной сфере, и т.д.;
- Часто имеются налоговые льготы;
- Дает возможность инвестору начать с малого и лучше узнать предприятие, прежде чем инвестировать в основное предприятие;
- Возможность осуществлять контроль и назначать новое руководство.

Это может также дать выгоды российскому предприятию:

- Может продемонстрировать образцы западных методов управления, которые могут быть перенесены на основное предприятие;
- Может дать западному партнеру то, что он хочет (управленческий контроль, контрольный пакет акций), не уступая контроля над основным предприятием;
- Может дать предприятию возможность доказать, что является ответственным партнером для будущего инвестирования (снижение будущей стоимости капитала благодаря снижению риска).

Где-то посередине между финансовыми и стратегическими инвесторами стоят венчурные капиталисты и венчурные фонды. Такие инвесторы обычно стремятся приобрести значительную долю в предприятии (обычно 20 - 40%,

иногда больше). Венчурный инвестор, как правило, не имеет своего плана развития предприятия, но требует, чтобы руководство предприятия разработало такой план и в целом придерживалось его в течение инвестиционного цикла. Инвестиционный цикл венчурного инвестора в большинстве случаев - от трех до десяти лет. Венчурный инвестор надеется, что за это время предприятие сможет значительно увеличить свои обороты и прибыли, рыночная стоимость предприятия значительно возрастет, и инвестор сможет выгодно продать свою долю в этом предприятии.

До того, как венчурный инвестор согласится начать инвестиции, он определяет свою стратегию выхода. Наиболее типичные стратегии выхода - это реализация приобретенных акций на биржевом рынке, продажа инвестиции стратегическому инвестору, продажа своей доли остальным акционерам или руководству предприятия.

3.4. Кредитный консалтинг

Круг проблем, решаемых консалтингом, довольно широкий. А специализация компаний, предоставляющих консалтинговые услуги, может быть различной: от узкой, ограничивающейся каким-либо одним направлением консалтинговых услуг (например, аудит), до самой широкой, охватывающей полный спектр услуг в этой области. Соответственно этому каждый специалист (или каждая фирма), работающая в данной области, вкладывает в понятие консалтинга собственный смысл и придает ему собственный оттенок, определяемый направлением деятельности конкретной компании.

Кредитный консалтинг - оказание консультационных услуг в сфере привлечения кредитного и инвестиционного финансирования для юридических и физических лиц.

Кредитный консалтинг - новый вид бизнеса, который на сегодняшний день получает активное распространение. Учитывая все возрастающий интерес наших клиентов к привлеченным извне средствам на развитие бизнеса, возникла объективная необходимость для развития такого вида услуг, как консультирование по кредитам.

Наряду с этим растет и предложение банками различных кредитных программ. Каждая из них не только предлагает клиенту особые условия, но и требует от него предоставления совершенно определенного набора документов и гарантий. Потенциальному получателю кредита становится все сложнее ориентироваться самостоятельно в этой сфере и все проще потеряться в этом потоке (см. подробнее Шевчук Д.А. Основы банковского дела. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006; Шевчук Д.А. Банковские операции. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006; Шевчук Д.А. Организация и финансирование инвестиций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006).

Попытаемся дать определение консалтинга в самом широком смысле этого слова.

Консалтинг - это вид интеллектуальной деятельности, основная задача которого заключается в анализе, обосновании перспектив развития и использования научно-технических и организационно-экономических инноваций с учетом предметной области и проблем клиента.

Консалтинг решает вопросы управленческой, экономической, финансовой, инвестиционной деятельности организаций, стратегического планирования, оптимизации общего функционирования компании, ведения бизнеса, исследования и прогнозирования рынков сбыта, движения цен и т.д. Иными

словами, консалтинг - это любая помощь, оказываемая внешними консультантами, в решении той или иной проблемы.

Основная цель консалтинга заключается в улучшении качества руководства, повышении эффективности деятельности компании в целом и увеличении индивидуальной производительности труда каждого работника.

В каких случаях клиенты обращаются за помощью в консалтинговую компанию?

Согласно распространенному мнению, к услугам внешних консультантов обращаются в основном и в первую очередь те организации, которые оказались в критическом положении. Однако помощь в критических ситуациях - отнюдь не основная функция консалтинга. В каких же случаях и кто обращается за помощью в консалтинговую компанию?

Во-первых, в тех случаях, когда предприятие, имеющее статус надежного, намечает перестройку всей системы, связанную либо с расширением, либо с изменением формы собственности, либо с коренным изменением спектра деятельности предприятия и переориентацией ее на более перспективные и/или выгодные направления бизнеса.

Во-вторых, в случаях, когда предприятие, имеющее статус надежного, с целью утверждения своих позиций на рынке и создания необходимого имиджа в глазах потенциальных партнеров обращается к услугам консультанта (например, аудитора), проводит ревизию своей деятельности (например, аудиторскую проверку) и затем делает ее результаты достоянием гласности.

В-третьих, в тех случаях, когда предприятие находится в критическом положении (или даже на грани краха) и своими силами из этого положения выбраться не в состоянии ввиду отсутствия опыта и внутренних ресурсов для адекватной и своевременной реакции на создавшуюся ситуацию. Услуги консультанта (консалтинговой фирмы) в этом случае носят характер кризис-консалтинга.

Профессиональные консультационные услуги в России оказываются уже свыше десяти лет. Несмотря на столь длительный срок, ясного понимания того, для чего приглашать консультантов и нужно ли их вообще приглашать, среди потенциальных потребителей консультационных услуг пока не сложилось. Причиной этого во многом является неадекватное представление о том, что могут и чего не могут сделать консультанты, когда их имеет смысл приглашать и каковы необходимые условия успешного сотрудничества с консультантами.

Главная задача консультантов - оказывать помощь клиентам в решении их управленческих проблем.

Решить эту задачу они могут несколькими путями:

- Найти проблему и предложить пути решения. В ситуации, когда клиент осознает, что у него есть проблема, но не может определить, в чем именно она заключается, каковы ее истинные причины, консультанты могут проанализировать ситуацию и выявить проблему и причины ее возникновения, а также разработать и предложить клиенту пути ее решения. Это - так называемое экспертное консультирование, когда консультанты сами выполняют всю работу по обнаружению и решению проблемы.

- Помочь клиенту самому найти проблему и определить пути ее решения. Бывают ситуации, когда клиент готов определить проблему и решить ее, но ему не хватает некоторой методологической поддержки для успешного осуществления своих намерений. Тогда консультанты могут оказать клиенту эту методологическую поддержку и пройти вместе с ним весь путь от обнаружения проблемы до ее решения.

Такой подход называется процессным консультированием, т.е. консультированием в процессе управленческой деятельности клиента.

- Научить клиента, как находить и решать проблемы. Создание у клиента системы практических знаний, механизма, позволяющего ему отныне и впредь находить и решать свои проблемы, является сущностью третьего подхода, называемого обучающим консультированием.

При этом подходе консультант не участвует непосредственно в процессе поиска и решения проблем, а только обучает клиента и проверяет правильность выполнения "домашнего задания".

На практике все три подхода зачастую пересекаются и взаимодополняют друг друга. Акценты смещаются в зависимости от того, что больше всего необходимо клиенту: чтобы решение проблемы нашли за него, или чтобы ему помогли решить проблему, или же чтобы научили, как ее решать.

Определение степени этой необходимости, равно как и необходимости привлечения консультантов вообще, зависит от ряда факторов:

- Время. Как правило, любая проблема вносит свои временные ограничения. В зависимости от того, насколько велик запас времени на решение конкретной проблемы, делается выбор в пользу того или иного подхода. Обычно экспертное консультирование является наиболее быстрым путем решения проблемы, если приглашенный консультант обладает наработанными методиками решения подобных проблем.

- Трудовые ресурсы. Каждая проблема требует трудовых ресурсов, затрачиваемых на ее решение. Когда масштаб проблемы достаточно велик, бывает довольно трудно выделить людей, которые будут заниматься исключительно ее решением, учитывая, что у всех штатных сотрудников клиента есть свои повседневные обязанности в рамках текущей деятельности. Вместе с тем нанимать и держать особый штат специалистов на случай возникновения каждой проблемы, как это иногда предпочитают делать некоторые компании, экономически нецелесообразно.

Консультанты в данном случае являются дополнительным трудовым ресурсом, который доступен, когда он необходим, и удаляется, когда необходимость в нем прошла.

- Деньги. Привлечение консультантов требует затрат. В зависимости от того, какие денежные ресурсы клиент может выделить на решение проблемы, выбирается тот или иной подход консультирования. Как правило, обучающее консультирование является наиболее дешевым способом решения проблем, если у клиента есть необходимые трудовые ресурсы и время на их обучение.

- Знания. Уровень специальных знаний является не менее критическим фактором, чем время или деньги. Безусловно, знания можно получать путем самообразования.

Однако степень закрепления знаний и навыки их практического применения при этом будут уже другими. Не случайно эффективность очного обучения выше, чем заочного. Кроме того, самообразование - это учеба на собственных ошибках, тогда как, привлекая консультантов, можно учиться на чужих.

- Объективность. Консультант представляет независимый взгляд со стороны на проблемы клиента. В силу его независимости он свободен от штампов и предубеждений, которые сложились у клиента за годы его деятельности и которые зачастую сами являются источниками проблем. Консультант может задавать вопросы, о которых клиент сам не задумывается, поскольку в силу сложившихся привычек не считает их вопросами. Наконец, консультант является незаинтересованным лицом в том смысле, что его единственным интересом

является наиболее эффективное разрешение реальных проблем клиента и у него нет собственных интересов в рамках этих проблем.

Необходимо отметить и то, чего консультант не может или не должен делать для клиента и для чего его не следует приглашать:

- Принятие решений. Консультант, как правило, не может принимать решения за клиента. Клиент сам несет ответственность за свой бизнес, ответственность перед собственниками, контрагентами, персоналом и самим собой, и ему принимать окончательные решения. Консультант лишь предлагает варианты решений, дает рекомендации по вопросу оптимального решения, но не принимает сами решения.

- Игра с законом. Консультант не может и ни в коем случае не должен давать клиенту рекомендаций, идущих вразрез с действующим законодательством. Любая рекомендация, выполнение которой приводит клиента в конфликт с законом, является угрозой бизнесу клиента и сама по себе создает серьезную проблему.

Таким образом, консультант не может и не должен, решая одни проблемы клиента, создавать ему другие, порой более серьезные - проблемы с законом.

- Участие в конфликтах. Консультант не может и не должен участвовать во внутренних конфликтах клиента. Крайне неэтичной является ситуация, когда одни лица в руководстве клиента приглашают консультантов для того, чтобы "свалить" других. Консультант должен всегда быть выше личных или групповых конфликтов, выступать независимым арбитром, искать решения, полезные для бизнеса в целом, а не для отдельных лиц или групп лиц.

- Формальные результаты. Целью консультационного содействия является решение проблем клиента, а не написание консультационного отчета. Задачей деятельности консультанта не должно быть создание красивых по форме и пустых по содержанию отчетов, "фантиков", которые используются для создания видимости полезной управленческой деятельности. Поэтому не стоит приглашать консультанта для написания такого отчета, который будет затем храниться в ящике стола и время от времени доставаться оттуда для демонстрации - это слишком дорогой и неоправданный способ производить впечатление.

Исходя из сказанного выше, можно сформулировать случаи, когда нужно приглашать консультантов. Вообще говоря, консультантов нужно приглашать тогда, когда имеется управленческая проблема, которую клиент хочет решить. Однако особо эффективным является участие консультанта в характерных ситуациях, приведенных ниже:

- Когда проблема носит комплексный, системный характер. Если масштаб проблемы таков, что для ее решения необходимо осуществить радикальные комплексные преобразования в системе управления, принципах построения бизнеса, лучше всего пригласить сторонних экспертов, которые привнесут свежие идеи и предоставят необходимые трудовые ресурсы. Решение комплексных проблем обычно требует значительных трудовых затрат и специализированных знаний.

- Когда проблема носит разовый, ситуационный характер. Если перед клиентом встала проблема, которая обусловлена стечением специфических обстоятельств и не носит повторяющегося, рутинного характера, а также требует оперативного решения, эффективнее не создавать внутренний организационный потенциал для ее решения, а осуществить разовое приглашение консультантов. Вместе с тем не является эффективным приглашение консультантов для решения рутинных, повседневных задач, т.е. для осуществления текущей управленческой деятельности.

- Когда существуют расхождения во взглядах на проблему и пути ее решения внутри руководства клиента или между руководством и собственниками. В этой ситуации консультанты являются оптимальным независимым арбитром, способным объективно оценить проблему и предложить объективно обоснованные пути ее решения.

- Когда решение проблемы может повлечь за собой серьезные последствия, в том числе стратегические, финансовые или социальные. Это ситуация, похожая на предыдущую, с той лишь особенностью, что в данном случае цена решения проблемы и связанная с этим ответственность достаточно высоки. Поэтому руководству клиента может потребоваться независимое экспертное обоснование определения и решения проблемы. Иногда это является способом для клиента разделить с консультантом ответственность, не в части принятия решения, но в части его разработки.

Могут быть и другие ситуации, когда лучше пригласить консультанта. Общими критериями для них всех является:

- Наличие проблемы;
- Недостаток временных или человеческих ресурсов для решения проблемы;
- Недостаток специальных знаний для решения проблемы;
- Высокая цена вопроса.

Нет необходимости говорить о том, что приглашенный консультант должен быть добросовестным профессионалом - это обязательное условие. Однако существует ряд принципиальных факторов, обуславливающих успех взаимодействия клиента с консультантами:

- Правильный подбор консультанта. Ни один консультант не может знать всего. Одни консультанты хороши для решения одних видов проблем, другие - для других.

Поэтому правильный подбор консультанта под конкретную проблему является крайне важным моментом. При этом необходимо учитывать, что известное название не всегда гарантирует правильность подбора. Существует много узкоспециализированных и просто малоизвестных консультантов, о которых клиент не может знать, пока не столкнется с проблемой, требующей их участия. Главное здесь - оценить методологию и практический опыт, которые предлагает консультант для решения проблем клиента.

- Коммуникация. Консультант с клиентом должны пользоваться сходным понятийным аппаратом или, иными словами, говорить на одном языке. В противном случае может возникнуть ситуация, когда консультант, пользуясь своим аналитическим инструментарием, сможет определить проблему и найти пути ее решения, а вот клиент может не понять рекомендаций консультанта. Поэтому необходимо заранее договориться о значении тех понятий и терминов, которыми пользуются и клиент, и консультант.

- Уровень подготовки. Рекомендации приносят эффект, только будучи внедренными. Но для того, чтобы использовать рекомендации консультанта, клиенту порой необходимо обладать соответствующим минимальным уровнем подготовки. Точно так же, как внедрение даже детально расписанного технологического процесса требует определенного уровня технической подготовки, так и внедрение самых подробных управленческих рекомендаций требует определенного уровня управленческой подготовки. Если такая проблема возникла, необходимо принять дополнительные меры для обеспечения подобной подготовки.

- Понимание целей и задач. Бывают ситуации, когда клиент неясно представляет, чего именно он хочет, но он твердо намерен этого добиться. Это обычно приводит к наиболее серьезным проблемам во взаимодействии клиента с

консультантом. Поэтому необходимо совместными усилиями определиться с целями и задачами, и только затем приступить к работе.

Знания никогда не помешают, даже если (можно сказать - особенно если) приглашены консультанты.

В любом случае решение по первой части вопроса - приглашать или не приглашать консультантов - остается за клиентом. Консультанты, как и всегда, могут лишь дать необходимые рекомендации, что и было сделано в данной статье.

Как считает Шевчук Денис Александрович, услуга по получению финансирования в кредитных организациях пользуется спросом у предприятий, реализующих инвестиционные проекты, стоимость которых значительно превышает стоимость проектов, реализованных ранее, а также в случае отсутствия собственного опыта банковского кредитования.

Реализация таких проектов может включать в себя план работ по повышению инвестиционной привлекательности предприятия как заемщика.

Команда консультантов, в которую входят разнопрофильные высококвалифицированные специалисты (финансисты, юристы, экономисты, маркетологи и др.), может обеспечить клиенту весь комплекс услуг - от подготовки бизнес-плана до поиска и определения финансового источника (банк, инвестиционная компания, инвестиционный фонд, частные инвесторы и т.п.) с целью оказания помощи предприятиям и организациям - потенциальным заемщикам - в подготовке документов на получение кредита, выбора форм и методов кредитования, поиска инвесторов и организации финансирования.

Предлагаемые кредитным агентством (кредитным брокером) консультационные услуги и продукты максимально приближены к требованиям инвесторов - банков и других кредитных учреждений и инвестиционных компаний.

Активно сотрудничая с различными банками, кредитное агентство предлагает клиентам организацию финансирования - поиск и подбор банков для кредитования инвестиционных проектов, финансирования развития производства, его реорганизации и технического перевооружения, а также получение кредитов на пополнение оборотных средств.

В рамках услуги "Кредитный консалтинг" предлагается сопровождение процедуры получения кредита, а именно:

- общее ознакомление с рынком кредитования в Москве;
- предоставление информации и выбор наиболее оптимальной кредитной программы и банка;
- помощь в сборе и оформлении пакета документов для получения кредита;
- согласование пакета документов с банком и подача заявки на получение кредита.

Обратившись за консультацией по кредитованию, вы не только сэкономите бесценное время, потраченное на поиск подходящей программы, но и получите наиболее достоверную информацию о банке и условиях получения кредита, которая часто значительно отличается от предоставляемой банком в целях рекламы.

Направления:

- ипотечное кредитование;
- кредитование малого бизнеса;
- потребительский кредит (на личные нужды): целевой и нецелевой;
- автокредитование.

Полное сопровождение процедуры получения кредита, согласно исследованиям компании INTERFINANCE, обычно оплачивается в размере 1000 у. е. (либо 500 у. е. + 2-5%), из которых 400-500 у. е. оплачивается в момент

начала работы на сопровождение кредита, а другие 500 у. е. (или проценты) - только при положительном решении банка.

Как показывает практика, часто кредит не предоставляется не из-за того, что клиенты некредитоспособны или что-то скрывают, а из-за неспособности клиента правильно понять, что от него требует банк (см. подробнее Шевчук Д.А. Основы банковского дела. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006; Шевчук Д.А. Банковские операции. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006; Шевчук Д.А. Организация и финансирование инвестиций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006).

Суть услуги кредитного консалтинга заключается в независимой объективной оценке существующих на рынке предложений кредитов с целью предложения наиболее выгодного с точки зрения заемщика кредитного плана.

Действительно, кредитование сейчас предлагают десятки банков. Их программы отличаются условиями, процентными ставками, сроками и прочими параметрами.

Вы можете провести собственное маркетинговое исследование, потратив массу времени, а можете позвонить кредитным консультантам (или кредитным брокерам), и они решат ваши проблемы.

Инвестиционный, банковский, финансовый и кредитный консалтинг может включать в себя:

- Экспресс-анализ предприятия и сущности проекта.
- Поиск потенциального инвестора или кредитора.
- Составление необходимого пакета документов для конкретного инвестора или кредитора (или списка необходимых документов).
- Сопровождение рассмотрения кредитной (инвестиционной) заявки.

Специалисты помогут вам определиться с наиболее удобной формой финансирования вашего бизнеса, подобрать надежного партнера.

Существует потребность рынка в оказании профессиональных брокерских услуг по сопровождению кредитных сделок. Риэлторы с этой обязанностью не справляются, не все банки умеют работать с клиентами, и возникшую нишу заполняют те, у кого на это есть время и желание.

Как считает Шевчук Денис Александрович, примерно из 10 человек, решивших самостоятельно оформить документы для получения ипотечного кредита, только 2 выходят на совершение сделки. Сейчас помощь потенциальным заемщикам предлагают ипотечные брокеры - организации, оказывающие профессиональные услуги по подбору оптимальной для клиента банковской программы кредитования.

Как уверяют эксперты, брокеридж в области ипотеки является новой и очень перспективной для нашей страны деятельностью, объединяющей специальность риэлтора и финансиста.

Первыми, как констатируют участники рынка, в ипотечный брокеридж пришли риэлторы, основавшие в своих фирмах подразделения, занимающиеся консалтинговыми услугами в сфере ипотечного кредитования, и только потом на перспективный сервис обратили внимание специалисты в области финансов и права.

До сих пор активной рекламной кампании брокеры не вели. Информация об их услугах распространяется через клиентов либо небольшие объявления в газетах и Интернете.

С каждым годом увеличивается количество банков, готовых предоставлять кредиты физическим лицам. Объем потребительского кредитования год от года только увеличивается. В настоящее время наиболее востребованными являются кредиты, выдаваемые на покупку бытовой техники, автомобилей. Также многие банки предлагают экспресс-кредиты, которые не предполагают целевое

использование средств (Д. Шевчук. Кредитный консалтинг // Финансовая газета. - 20/2006).

Все основные банковские кредитные продукты уже известны и придуманы. Вопрос - в наборе продуктов, который может быть предложен одним банком. Банки ставят себе задачу предложить клиентам как можно более полный спектр кредитных продуктов. Конкуренция на рынке кредитования очень высока, и выиграть могут только банки, добившиеся наибольшей технологичности совершения операций с наименьшими издержками.

Кредитование частных лиц сегодня является самым перспективным направлением с точки зрения развития банковского бизнеса в России. Рынок крупных корпоративных клиентов сильно насыщен, а предоставление ссуд малому бизнесу для финансовых институтов пока не слишком привлекательно - в частности, из-за непрозрачности малых предприятий и законодательных барьеров.

Для эффективной работы с частными лицами необходимы широкая сеть, современные банковские технологии, значительная маркетинговая поддержка, широкая продуктовая линейка, квалифицированный персонал. Перспективность работы с частными лицами подтверждает также интерес зарубежных инвесторов, обращающих внимание прежде всего на розничный рынок.

Однако по мере роста рынка потребительских кредитов повышается и процент просрочки. До той поры, пока кредитный портфель растет быстро, проблемные долги могут составлять незначительную часть предоставленных ссуд. Но бурный рост не будет бесконечным, и в определенный момент просрочка может оказаться серьезной проблемой для банков, активно развивающих розницу. Особенно это касается тех финансовых институтов, которые выдают беззалоговые экспресс-кредиты в торговых точках. Это самый прибыльный вид банковского бизнеса с доходностью до 70% годовых в рублях, однако и риски здесь очень высокие. Решение о предоставлении ссуды принимается с помощью скоринговой системы за несколько минут, в течение которых невозможно провести качественную оценку платежеспособности потенциального заемщика. Экспресс-кредиты являются лакомым куском для мошенников.

Весь цивилизованный мир давно живет в долг. Люди пользуются потребительскими кредитами. Долги средней американской семьи, например, составляют до 80% ее годового дохода.

Сегодня в России уже есть люди, которые берут кредит, прекрасно зная, что отдать его они не смогут. И в этом смысле даже институт кредитных историй не поможет - за человеком может не числиться никаких долгов, но это не гарантирует, что он будет в состоянии выплатить данный кредит. В то же время и гражданин должен получить защиту от кредитора: заемщик может заболеть или по не зависящим от него причинам попасть в другие тяжелые обстоятельства, в этом случае со стороны банка необходимо предусматривать особые условия выплаты кредита, ведь во всем мире банкротство является эффективным инструментом защиты заемщика. Кроме того, в США, например, есть нормативный акт, регулирующий отношения между заемщиком и кредитором, который предусматривает ответственность банка - финансовое учреждение не может, грубо говоря, раздавать кредиты направо и налево всем желающим.

Близок час, когда на рынке потребительского кредитования начнется жесткая конкурентная борьба. Состав основных игроков может значительно измениться, как и их процентные ставки.

По мнению специалистов компании, обострение конкуренции заставляет банки применять более гибкую политику.

Большинство частных лиц хотели бы взять кредит на проведение ремонта. Следующие по популярности - займы на покупку подержанного автомобиля, мебели, компьютера, бытовой техники и других предметов для дома. Чуть менее востребованы кредиты для оплаты обучения и поездки на отдых.

Данные исследований и опросов показывают, что россияне все больше хотят тратить, активно при этом используя кредиты на неотложные нужды. Да и все статистические расклады это подтверждают. Так что, возможно, в ближайшем будущем американская модель "жизнь в кредит" станет настолько же популярна и в России.

Потребительское кредитование переживает этап уверенного роста. В него вступает все больше банков.

Неотложные кредиты на Западе имеют давнюю историю. Их механизмы в европейском и американском законодательствах прописаны настолько четко и детально, что российскому рынку, которому не исполнилось и 15 лет, не остается ничего другого, как брать пример именно с них.

Пока россияне открывают для себя Америку "Неотложные кредиты", в настоящей Америке они завоевали прочные позиции, начиная со второй половины XX века. Именно в Штатах неотложные кредиты получили наибольшее развитие: специалисты считают американский рынок самым емким и гибким - несмотря на то, что изначально темпы роста потребкредитования в промышленно развитых странах Европы опережали динамику рынка США.

Например, в Германии в 70-х годах наблюдался пятикратный рост неотложного кредитования, который к началу 2000-х достиг уровня 190 млрд долл. В тот же период в США произошел его трехкратный рост, а к началу 90-х он перешел отметку в 600 млрд долл.

Перед кредитом все равны.

Официальная история неотложного кредитования в Америке ведет отсчет с 1968 года, когда там был принят Закон о потребительском кредите. В частности, он устанавливает справедливые правила предоставления ссуды, верхние пределы ставок, правила продажи по передаче и продаже в рассрочку, оговорки к контрактам. В законе не обойдены вниманием и средства судебной защиты кредитора, а также случаи, в которых суд имеет право взыскать остаток долга по реализации обеспечения или наложить арест на имущество должника.

Закон также регулирует кредитные сделки, касающиеся продажи недвижимости, товаров и услуг лицами, регулярно участвующими в продажах в кредит.

За права американского потребителя можно не беспокоиться: он, как броней, защищен со всевозможных сторон. Кроме Закона о потребительском кредите, существует Единый Кодекс о потребительских кредитах (The Uniform Consumer Credit Code). Его задача - защитить потребителей, получающих ссуды для финансирования покупок, гарантировать правильное, адекватное предоставление услуг по кредитованию, регулировать кредитную индустрию в целом.

Наконец, существует и американский закон "О защите прав потребителей", часть которого также посвящена потребительским кредитам. Он обязывает кредиторов в полной мере информировать потребителя об условиях кредитования и запрещает какую-либо дискриминацию при кредитовании. Закон также защищает потребителей от злоупотреблений со стороны ростовщиков и ограничивает размеры вознаграждений. Кроме того, он регламентирует деятельность компаний, выпускающих кредитные карты и предоставляющих кредитные истории, а также учреждает Национальную комиссию по потребительским финансам, которая компетентна вести расследования в области потребкредитования.

Вопрос-ответ 1.

- Хочу воспользоваться Вашими услугами по поиску инвестиций в мой проект. Есть разработанный бизнес-план. Оплата Ваших услуг - из полученных сумм. Как будем взаимодействовать?

- Никак.

Последняя фраза Ваших условий: "Оплата Ваших услуг - из полученных сумм" кажется Вам сегодня разумной. Однако фактически зачеркивает возможность оказания Вам услуг какими-либо серьезными специалистами по привлечению инвестиций (тех, кто провел не один подобный проект). Так как выполнение проекта привлечения инвестиций только на первый взгляд не несет никаких затрат, на самом деле затраты обычно составляют от 50 до 90 процентов от вознаграждения за услуги. Общая стоимость усилий (услуг) составляет обычно от 5 до 25 процентов от объема инвестиций, иногда 5-50 процентов. В Вашем случае даже 1-10% от 5 млн долл. составляет от 50 тыс. долл. до 500 тыс. долл. Если я правильно понял, Вы хотите, чтобы кто-то (только не Вы сами) вложил авансом от 25 тыс. долл. до 250 тыс. долл. в проект получения инвестиций для Вас и полностью сам рисковал своими деньгами (временем, усилиями). Я сомневаюсь, что найдете кого-то компетентного на оказание услуг на таких условиях. Консультант-посредник должен рисковать в проекте, но в объемах, сравнимых с Вами - инициатором проекта. Никак не 0% к 100% риска, как предлагаете Вы. Риск для него всегда останется, т.к. ни один посредник не сможет понравиться инвестору вместо Вас и Ваших идей.

Вероятнее всего, на Ваших условиях все будет оставаться на уровне разговоров, вкладываться всерьез никто не станет, в том числе и сам инвестор.

Если Вы согласны пересмотреть условие, о котором я говорил, и имеете ресурсы для продвижения проекта, попробуйте пообщаться.

Вопрос-ответ 2.

- Оказываете ли вы услуги по кредитованию?

- Сами мы никого не кредитруем, но мы можем помочь Вам в переговорах с нашими партнерами - Коммерческими банками.

Вопрос-ответ 3.

- Занимаетесь ли вы инвестиционной деятельностью?

- Да, если Вы подразумеваете под этим такие виды деятельности, как: инвестиционный консалтинг, помощь в создании инвестиционной привлекательности бизнеса, поиск инвестора, помощь в переговорах с профессиональными инвесторами.

Вопрос-ответ 4.

- Как найти инвестора в России для получения инвестиций под существующий бизнес?

- Чтобы найти инвестора (получить инвестиции), Вам нужно:

Иметь хороший бизнес-план, сформулировать письменно инвестиционное предложение и сделать так, чтобы оно попало к тому, кто имеет свободные деньги и заинтересован в инвестировании их в эту отрасль в этом регионе (или заинтересовать его).

Ответ простой, но задача эта очень сложная.

Решение этой задачи потребует много ресурсов, в том числе денежных.

Общая стоимость усилий по привлечению инвестиций составляет обычно от 5 до 25 процентов от объема инвестиций. Эту сумму Вам придется потратить до того момента, когда Вы получите хоть один цент инвестиций. Причем если вы не являетесь специалистом по привлечению инвестиций, Вы, вероятно,

самостоятельно будете это делать хуже и дольше (а, следовательно, дороже), чем это бы делал специалист.

Если у Вас сейчас нет денег (ресурсов) на создание инвестиционной привлекательности, поиск инвестора, работу с ним, то я бы советовал Вам хорошо просчитать, есть ли смысл начинать эту работу вообще.

Велик риск, что если Вы не дойдете до конца (получения инвестиций), тогда затраченные Вами усилия (а следовательно, деньги) будут просто потеряны.

Вопрос-ответ 5.

- Предоставляете ли вы гарантии и поручителей?

- Нет. Мы не берем на себя риски клиента за невозврат. 100%-ной гарантии получения кредита не дают даже сами банки.

Вопрос-ответ 6.

- Можно ли впарить банку неликвидный залог (никому не нужное имущество), оформить кредит на новую фирму (фактически на пачку бумаги) и другими заранее невозвратными кредитами, готовы заплатить хоть 50%, но только по факту?

- Предложения "мы можем заплатить только по факту" не рассматриваются.

Мы не волшебники, не занимаемся оформлением крупных кредитов без обеспечения. Не занимаемся невозвратными кредитами под залог неликвида, кредитами на новые нулевые фирмы (до полугода работы).

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

Книги

1. Шевчук Д.А. Банковские операции. Принципы. Контроль. Доходность. Риски. - М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2007.
2. Шевчук Д.А. Создание собственной фирмы: Профессиональный подход. - М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2007.
3. Шевчук Д.А. Оценка недвижимости и управление собственностью. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
4. Шевчук Д.А. Организация и финансирование инвестиций: Учебное пособие.- Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
5. Шевчук Д.А. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
6. Шевчук Д.А. Основы банковского дела: Учебное пособие.- Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
7. Шевчук Д.А. Основы банковского дела: Конспект лекций.- Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
8. Шевчук Д.А. Стратегический менеджмент: Учебное пособие.- Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
9. Шевчук Д.А. Учет в банках: Конспект лекций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
10. Шевчук Д.А. Учет в банках: Учебное пособие. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
11. Шевчук Д.А. Основы банковского аудита: Учебное пособие. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.

12. Шевчук Д.А. Основы банковского аудита: Конспект лекций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
13. Шевчук Д.А. Микроэкономика: Конспект лекций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
14. Шевчук Д.А. Макроэкономика: Конспект лекций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
15. Шевчук Д.А. Экономика недвижимости: Конспект лекций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
16. Шевчук Д.А. Внешнеэкономическая деятельность: Учебное пособие. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
17. Шевчук Д.А. Банковские операции: Учебное пособие. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
18. Шевчук Д.А. Банковские операции: Конспект лекций.- Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
19. Шевчук Д.А. Гражданский процесс: Учебное пособие. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
20. Шевчук Д.А. Семейное право: Учебное пособие. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
21. Шевчук Д.А. Избирательное право и процесс в Российской Федерации: Конспект лекций.- Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
22. Шевчук Д.А. Международная финансовая система: Учебное пособие. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
23. Шевчук Д.А. Бизнес-планирование: Учебное пособие - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
24. Шевчук Д.А. Экономика организации: Учебное пособие. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
25. Шевчук Д.А. Экономика организации: Конспект лекций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
26. Шевчук Д.А. Деловое общение: Учебное пособие. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2006.
27. Шевчук Д.А. Рекламное дело: Конспект лекций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
28. Шевчук Д.А. Международный учет: Конспект лекций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
29. Шевчук Д.А. Бухгалтерский учет и аудит: Конспект лекций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
30. Шевчук Д.А. Мировая экономика: Конспект лекций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
31. Шевчук Д.А. Биржевое дело: Конспект лекций. - Ростов-на-Дону: Феникс, 2007.
32. Шевчук Д.А. Английский язык. Ускоренный курс: средний уровень. - М: АСТ: Восток - Запад, 2007.
33. Шевчук Д.А., Шевчук В.А. Деньги. Кредит. Банки. Курс лекций в конспективном изложении: Учеб-метод., пособ. - М: Финансы и статистика, 2006.
34. Шевчук Д.А., Шевчук В.А. Банковское дело: Учеб. пособие. - М.: Издательство РИОР, 2005. - 128 с.
35. Шевчук В.А., Шевчук Д.А. Банковское право: Учеб. пособие. - М.: Издательство РИОР, 2005. - 73 с.
36. Шевчук В.А., Шевчук Д.А. Финансы и кредит: Учеб. пособие. - М.: Издательство РИОР, 2006.
37. Шевчук В.А., Шевчук Д.А. Международные экономические отношения: Учеб. пособие. - М.: Издательство РИОР, 2006.

38. Шевчук Д.А., Шевчук В.А. Макроэкономика: Конспект лекций. - М.: Высшее образование, 2006.

39. Шевчук Д.А., Шевчук В.А. Банковское дело. Второе издание: Учеб. пособие. - М.: Издательство РИОР, 2006.

Интернет-сайты

40. <http://www.denisshevchuk.narod.ru>

41. <http://www.interfinance.ru>

42. <http://www.interfinance.info>

43. <http://www.pavlino-rus.narod.ru>

44. <http://www.zheleznodorozhni.narod.ru>

45. <http://www.corporateresources.narod.ru>

46. <http://www.mgu-frank.narod.ru>

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение

Глава 1. Финансовые рынки, институты и инструменты

- 1.1. Финансовые рынки
- 1.2. Финансовые институты
- 1.3. Финансовые инструменты

Глава 2. Формы и источники финансирования

- 2.1. Эмиссия ценных бумаг
 - 2.1.1. Эмиссия акций
 - 2.1.2. Эмиссия облигаций
- 2.3. Кредитное финансирование
 - 2.3.1. Коммерческий кредит
 - 2.3.2. Банковское кредитование
 - 2.3.3. Вексельное обращение
- 2.4. Ипотечное кредитование и залоговые операции
- 2.5. Лизинг
- 2.6. Факторинг
- 2.7. Дополнительные источники финансирования
- 2.8. Внутренние источники финансирования
 - 2.8.1. Реинвестирование прибыли и дивидендная политика
 - 2.8.2. Финансирование за счет оптимизации управления основными средствами
 - 2.8.3. Финансирование за счет оптимизации управления оборотными средствами
 - 2.8.4. Привлечение финансирования за счет оптимизации налогообложения
 - 2.8.5. Дополнительные оптимизационные мероприятия для привлечения финансирования
- 2.9. Обзор зарубежных источников финансирования
 - Экскурс. Финансирование малого бизнеса

Глава 3. Выбор источника финансирования

- 3.1. Выбор источника краткосрочного финансирования
- 3.2. Выбор источника долгосрочного финансирования
- 3.3. Выбор инвестора
- 3.4. Кредитный консалтинг

Рекомендуемая литература