

# Содержание

<i>Предисловие</i> .....	7
<b>Часть I ВВЕДЕНИЕ</b> .....	9
<b>Глава 1.</b> Инвесторы и кредиторы как объект маркетинга: чего хотят рынки капитала.....	11
<b>Глава 2.</b> Привлечение капитала: обзор альтернатив.....	21
<b>Часть II ИНВЕСТОРЫ И КРЕДИТОРЫ</b> .....	49
<b>Глава 3.</b> Финансирование на ранних этапах: роль бизнес-ангелов.....	51
<b>Глава 4.</b> Прямые инвестиции: реализация потенциальной стоимости компаний .....	63
<b>Глава 5.</b> Кредиторы: банки и другие финансовые институты.....	95
<b>Часть III СПОСОБЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ И УДЕРЖАНИЯ ИНВЕСТОРОВ И КРЕДИТОРОВ</b> .....	133
<b>Глава 6.</b> Стратегия: как привлечь внимание инвесторов.....	135
<b>Глава 7.</b> Тактика: как завоевать долю инвестиционного рынка.....	149
<b>Глава 8.</b> Стоимость: как завоевать лояльность инвесторов .....	169
<b>Часть IV ЭПИЛОГ</b> .....	185
<b>Глава 9.</b> Правильная стратегия в сочетании с правильной тактикой .....	187
<i>Предметный указатель</i> .....	190



# Предисловие

## ПРОБЛЕМА: ВАШЕМУ БИЗНЕСУ НУЖНЫ ДЕНЬГИ

«**М**иром движут деньги». Любая компания, от начинающей до известной, нуждается в деньгах. Прежде чем деятельность начнет приносить доход, приходится занимать деньги на оплату рабочей силы, оборудования, материалов и массы другого.

Если вас заинтересовала эта книга, не исключено, что вы предприниматель, одержимый какой-нибудь замечательной идеей. В поисках помощи вы осаждаете семью, друзей, соседей, венчурные фирмы и банки. Вы обещаете им многократные прибыли и пытаетесь убедить в том, что помочь в создании отличного нового бизнеса — это вовсе не благотворительность, а реальная возможность заработать.

А может быть, вы владелец малого бизнеса, который столкнулся с нехваткой средств. Вам срочно нужны деньги, и вы бросаетесь в свой банк с просьбой о предоставлении кредита. Банк непременно потребует от вас весомые доказательства того, что вы сможете вернуть не только эти деньги, но еще и проценты! Возможно, вам придется обратиться в другой банк, или же к друзьям, семье или соседям, чтобы получить необходимую финансовую помощь и вывести бизнес из кризиса.

Или вы работаете в большой, быстро растущей компании, которая нуждается в значительных средствах для финансирования строительства новых производственных мощностей и освоения новых рынков. Если вы — финансовый директор, в ваши обязанности входит поиск оптимальной комбинации источников финансирования — коммерческих и инвестиционных банков, эмиссии акций, долговых обязательств и т. д. Вы должны показать потенциальным инвесторам, что рост компании абсолютно реален и в перспективе принесет им щедрое вознаграждение.

Наконец, вы можете быть топ-менеджером крупной компании, переживающей серьезные трудности. Ваша компания отчаянно нуждается в

деньгах, но считается ненадежной. Инвесторы готовы предоставить вам деньги, правда, за очень высокую плату. Как найти капитал с приемлемой стоимостью?

## РЕШЕНИЕ: МАРКЕТИНГ

Мы считаем, что использование маркетинговых стратегий способно существенно повысить эффективность усилий по привлечению капитала во всех перечисленных случаях. По нашему мнению, не стоит стучаться в двери всех потенциальных инвесторов в надежде найти благодетеля. Маркетинговая теория и практика предполагает строгий подход к определению лучших поставщиков капитала и созданию для них стимула в виде высокого соотношения доходности и риска. Из этой книги вы узнаете о различных источниках финансирования и о том, как инвесторы и кредиторы выбирают перспективных заемщиков среди конкурентов. Понимание образа мышления инвесторов и кредиторов позволяет точно определить, кто из них оптимально подходит для вашего бизнеса, и гарантированно заручиться их финансовой поддержкой. Все бизнесмены, в конечном счете, конкурируют за капитал, поэтому должны выходить на рынок с сильными аргументами и умением убеждять.

Первая часть этой книги включает небольшое введение и обзор рынков капитала. Во второй части объясняется, как работают рынки капитала. Третья часть посвящена непосредственно тому, как использовать принципы и инструменты маркетинга для поиска и привлечения капитала, необходимого для вашего бизнеса.

Удачного вам плавания в финансовых водах!

*Филип Котлер,  
Хермаван Картаджайя,  
Дэвид Янг*

**ЧАСТЬ I**

**ВВЕДЕНИЕ**



# 1

## Инвесторы и кредиторы как объект маркетинга: чего хотят рынки капитала

ЧЕГО ХОТЯТ ИНВЕСТОРЫ

ТЕНДЕНЦИИ НА РЫНКАХ КАПИТАЛА



Глобализация

Развитие технологий

Финансовые инновации

Изменение отношения к сбережениям и инвестированию

Рост доминирования институциональных инвесторов

**Д**о недавнего времени предприниматели и руководители компаний, которым требовалось привлечь дополнительный капитал, имели ограниченный выбор. Свободному перемещению денег от инвесторов и банков к компаниям, которые могли бы инвестировать их с наибольшей выгодой, всегда мешали регулятивные, институциональные, культурные и технические барьеры. Сегодня положение дел радикально изменилось. Благодаря почти повсеместному ослаблению валютного контроля расширился доступ к международным источникам финансирования. Компаниям стало проще продать свои акции, поскольку фондовые биржи существенно облегчили доступ к финансовым рынкам. Изменилось и само отношение к инвестированию с приходом нового поколения инвесторов, увидевших в акциях привлекательный объект размещения средств, и с прогрессом в сфере информационных технологий, устранившим ряд технических барьеров на пути потоков капитала.

Что это означает для вашей компании? А то, что она в мгновение ока может получить или потерять огромные суммы. Как полагали экономисты еще в XIX веке, если капитал *может* перемещаться, он *будет* перемещаться. Сегодня мы наблюдаем этот процесс на практике.

Какие проблемы новые тенденции ставят перед руководителями компаний и предпринимателями, занимающимися поисками источников финансирования? Попросту говоря, им теперь приходится убеждать инвесторов и кредиторов, имеющих практически неограниченный выбор инвестиционных возможностей и широчайший доступ к иностранным рынкам, вкладывать деньги именно в их компании. Использование возможностей и инструментов маркетинга позволяет сделать процесс убеждения более эффективным.

Хотя на первый взгляд эта мысль кажется очевидной, рассмотрим ее практические аспекты. Благодаря стремительному развитию рынков капитала у современных инвесторов появилась масса альтернатив по вложению средств. По сути, нуждающиеся в финансировании компании отныне должны обращаться с инвесторами точно так же, как с потенциальными потребителями, т. е. убеждать их в превосходстве своего ценностного предложения по сравнению с конкурентами, иначе те отнесут деньги в другое место. Отныне компании должны конкурировать за капитал. Помимо прочего, это требует умения выявлять наиболее перспективных поставщиков капитала и направлять маркетинговые

усилия именно на них. Однако в отличие от товарных рынков, на рынке капитала компании приходится соперничать не только с отраслевыми конкурентами.

Современная финансовая теория гласит, что инвесторы ищут самую высокую доходность с учетом риска. Заметьте, их не интересует валовая доходность. Иначе никто бы не вкладывал деньги в крупные консервативные компании. Инвесторам нужна максимальная доходность с учетом риска. Финансисты стандартно определяют этот риск как волатильность цен акций, но базовые принципы вполне применимы и к непубличным компаниям. Проще говоря, инвесторы хотят получать самую высокую доходность при данном уровне риска или волатильности цен или же идти на наименьшие риски при том же уровне ожидаемой доходности. Это значит, что, соперничая за лояльность инвесторов, компании вынуждены конкурировать не только с отраслевыми соперниками, но и со всеми компаниями с сопоставимым уровнем риска.

На деле задача оказывается еще более сложной. Инвесторы могут компенсировать волатильность высокорискованных акций через включение в портфель низкорискованных инвестиций, таких как правительственные облигации. Например, рискованное вложение в высокотехнологичную компанию в комбинации с казначейскими векселями может иметь такой же профиль риска, как Procter & Gamble. Если инвесторы сочтут, что данная комбинация инвестиций в перспективе способна принести более высокие прибыли, чем акции P&G, они естественно предпочтут эту альтернативу. Другими словами, Procter & Gamble приходится соперничать за капитал не только, скажем, с Johnson & Johnson и другими ведущими игроками в своем секторе, но и с компаниями в широчайшем спектре других отраслей, причем не только с теми, что имеют аналогичный профиль риска. Усиливающийся процесс глобализации рынков капитала приводит к тому, что конкуренция за капитал разыгрывается на мировой арене.

Еще более осложняет дело другое ключевое различие рынков капитала и товарных рынков. На рынках капитала (конкретнее, на фондовых рынках) действуют игроки, не заинтересованные в продукте как таковом (в данном случае, в компаниях). Спекулянтов интересуют не сами компании, а возможность получения прибыли на краткосрочных колебаниях цен акций. На многих рынках на спекулянтов приходится львиная доля торговли (хотя они редко являются крупнейшими держателями акций). Это создает серьезный источник помех, искажающий рыночные сигналы, по которым компании могут судить об оценке инвесторами результатов их деятельности и будущего потенциала.

Для публичной компании фондовый рынок служит основным источником информации о том, что о ней думают инвесторы. На крупней-

ших мировых биржах рынок непрерывно посыпает сигналы, объединяя ожидания инвесторов относительно будущего с реакцией на последние новости и слухи. Проще говоря, рынок является одновременно реагирующим и прогнозирующим: отзыается на текущие события и пытается предугадать будущее — иногда точно, иногда нет. Кроме того, фондовые биржи известны своим непостоянством: скачки цен на них зачастую обусловлены не более чем прихотями, настроениями, эйфорией или паникой. Но как говорит легендарный инвестор Уоррен Баффетт: «Стоимость себя проявит». Это значит, что рано или поздно рынок проберется через завалы информации и помех и вознаградит те компании, которые имеют наибольший потенциал в создании акционерной стоимости.

## ЧЕГО ХОТЯТ ИНВЕСТОРЫ

В основе принятия инвестиционных решений лежат три ключевых принципа: 1) чем больше выгод в виде прибыли или денежных потоков, тем лучше; 2) краткосрочные выгоды предпочтительнее отдаленных; и 3) безопасные инвестиции предпочтительнее рискованных. Хотя на первый взгляд у начинающих компаний иные правила, чем у зрелых компаний, эти базовые принципы применимы ко всем инвестициям на всех рынках и для всех инвесторов. Как мы покажем в следующей главе, изменяются лишь формы применения этих принципов на практике в зависимости от этапа развития компании, а также от других факторов.

Инвестиции в бизнес всегда имеют денежную форму или чего-то такого, что можно конвертировать в деньги. Предположим, что акции компании стоят \$50 за штуку и некий инвестор держит 1000 акций. Позвонив своему биржевому брокеру, он может превратить эти акции в деньги — конкретно, в \$50 000. Почему он этого не делает? Да потому, что в соответствии с его ожиданиями, обоснованными или необоснованными, приведенная стоимость будущих поступлений от данной инвестиции должна быть больше \$50 000. В противном случае логичнее немедленно продать эти акции и найти более подходящий объект для инвестирования.

Этот простой пример демонстрирует несколько важных аспектов, касающихся рынков капитала и того, как потребители на рынках капитала (т. е. инвесторы) принимают решения, куда вложить средства. Во-первых, как мы видим, привлекательность любой инвестиции определяется на основе будущих результатов, а не прошлых. Если инвесторы не изымают свои деньги из компаний сегодня, а сделать это очень просто — нужно лишь отдать брокеру приказ на продажу, то они поступают так в надежде получить больше денег в будущем. Разумеется, прошлое тоже имеет значение, поскольку оно помогает инвесторам сформировать ожидания

относительно будущего, но в конечном счете только ожидания относительно будущего, а не понимание прошлого определяют стоимость любой компании.

Во-вторых, привлекательность основана на ожиданиях рынка капитала относительно доходности. Проще говоря, привлекательность определяется мнениями существующих и потенциальных инвесторов. У компаний могут быть лучшие в мире менеджеры и стратегии создания стоимости, но если рынки капитала в них не верят, хорошего результата ей не видать. Когда речь идет об оценке, она верна лишь в том случае, если в нее верят рынки капитала. Отсюда становится очевидной центральная роль коммуникации в формировании правильного восприятия рынками стоимости и рисков.

В-третьих, именно перспектива получить еще больше денег в будущем побуждает инвесторов вкладывать деньги в настоящем и наделяет компании вообще какой-либо стоимостью на рынках капитала. Вот почему профессиональные финансисты придают столь большое значение денежным потокам. Привлекательность компании в глазах инвесторов напрямую зависит от ее предполагаемой способности генерировать денежные потоки в будущем. Если у инвесторов возникают сомнения в этой способности, они не вложат в компанию ничего.

Поток денежных средств, который так интересует инвесторов, называется «свободным денежным потоком». Обычно он определяется как доход от операционной деятельности (т. е. от основной, текущей деятельности компании) минус все затраты, необходимые для поддержания и роста этого дохода. Остаток, или свободный денежный поток, представляет собой ту сумму, которую компания может распределить между акционерами, банкирами и держателями облигаций. Другими словами, свободный денежный поток — это деньги, доступные для распределения между поставщиками капитала. Поскольку поставщики капитала вкладывают в компанию деньги именно из-за будущего вознаграждения, а свободный денежный поток определяет размер этого вознаграждения, стоимость любого бизнеса зависит от его предполагаемой способности генерировать свободные денежные потоки в будущем. Таким образом, компании, чтобы иметь высокую стоимость в настоящем, не обязательно создавать значительный свободный денежный поток в этом году или даже в следующем, однако инвесторы должны быть уверены в ее способности генерировать такие потоки в будущем. Если же инвесторы в это не верят, текущая стоимость компаний на рынке капитала близка к нулю.

И в-четвертых, поскольку все денежные поступления от компании инвесторам будут реализованы в будущем, их необходимо дисконтировать. Процесс дисконтирования, который учитывает временную стоимость денег и риск того, что ожидаемые денежные потоки могут не материализо-

ваться, позволяет инвесторам перевести совокупность ожидаемых выгод (которые должны быть получены в разные периоды в будущем) в единую систему координат, называемую приведенной стоимостью. Короче говоря, будущие свободные денежные потоки необходимо дисконтировать с учетом стоимости капитала, или процентной ставки, которая отражает ожидаемую доходность в случае инвестирования в другую компанию с аналогичным профилем риска.

Как мы покажем в следующей главе, хотя основная цель инвестирования одинакова для всех инвесторов, а именно максимальная доходность с учетом риска, при преобразовании компаний из частной в публичную характер инвестирования существенно меняется. Следовательно, вполне логично, что поведение публичных компаний на рынках капитала заметно отличается от поведения вновь созданных и растущих компаний, пока те являются частными. Например, рынок венчурного капитала или капитала бизнес-ангелов фактически не представляет интереса для таких гигантов, как Coca-Cola или Intel. Их усилия направлены главным образом на крупных институциональных инвесторов вроде взаимных и пенсионных фондов или страховых компаний.

Хотя главным стимулом инвестирования обычно является стремление получить привлекательную доходность, могут существовать и другие мотивы. Например, некоторых инвесторов, вкладывающих деньги в инновационные или вновь созданные компании, привлекает возможность принять участие в предпринимательском процессе. Возможно, они сами были успешными предпринимателями и рады представившемуся шансу вновь сыграть эту роль. Наличие свободного времени и денег благодаря прошлым успехам позволяет им это сделать. Иногда мотивом выступает чистый альтруизм, особенно в том случае, когда инвесторы хотят «вернуть долг» или «отплатить добром» местным общинам, где они живут или выросли. Предлагая свой капитал и опыт перспективным предпринимателям, они надеются стимулировать инвестиционную и предпринимательскую активность в регионе. Тем не менее, хотя указанные мотивы иногда играют роль в размещении капитала, их значение невелико по сравнению с желанием поставщиков капитала получить максимальную доходность с учетом риска.

Сегодня рынки капитала выросли до небывалых размеров, а конкуренция за капитал обострилась до небывалой степени. Учитывая число соперников, процесс привлечения капитала ныне имеет не только финансовую, но и маркетинговую составляющую. Следовательно, в игру вступают ключевые принципы маркетинга. Например, принцип «знай свой рынок». Это значит, что вы должны четко понимать, какая категория инвесторов (потребителей) оптимально соответствует вашим нуждам, что они хотят знать и какие инвестиционные возможности ищут.

Предлагать свои ценные бумаги всем подряд или же вовсе не тем покупателям — дорого и расточительно, особенно учитывая то обстоятельство, что сегодняшний интерес к ценным бумагам распространяется практически на все типы компаний и отрасли.

Еще один ключевой принцип маркетинга гласит «знай свой продукт». Это значит, что вы должны хорошо знать все аспекты и преимущества своего инвестиционного предложения. Какие из предлагаемых вами преимуществ (с точки зрения доходности с учетом риска) инвесторы не могут получить, используя альтернативные инвестиционные возможности? Для успешного конкурирования за капитал компания должна иметь четкие и убедительные доказательства того, что она является лучшим объектом инвестирования.

Наконец, третий ключевой принцип маркетинга — «умей эффективно общаться». Один из авторов этой книги недавно посетил форум инвесторов, где будущим предпринимателям выделили по 10 минут, чтобы представить свои концепции бизнеса и перспективы по доходности и риску. Половина презентаций была проведена настолько плохо, что даже у самых хороших предложений не было шансов завоевать благосклонность инвесторов.

Сегодня руководители компаний уделяют пристальное внимание созданию ценностного предложения для потребителей. То же самое они должны делать и для поставщиков капитала. Иными словами, они должны убеждать инвесторов в том, что их компании предлагают наилучшее соотношение доходности и риска (т. е. имеют наилучшее ценностное предложение) по сравнению с альтернативными инвестиционными возможностями (т. е. конкурентами).

## ТЕНДЕНЦИИ НА РЫНКАХ КАПИТАЛА

За последние годы рынки капитала претерпели глубокие изменения, и мы уверены в том, что в будущем изменения не прекратятся. Если вы хотите привлечь значительный капитал, вам нужно иметь хотя бы некоторые представления об этих изменениях и стоящих за ними тенденциях. Самые важные среди них — глобализация, развитие технологий, финансовые инновации, изменение отношения к сбережениям и инвестированию и доминирование институциональных инвесторов.

### **Глобализация**

Сегодня рынки капитала стали глобальными. Глобализации способствовал целый ряд событий и обстоятельств, начиная с постепенного ослабления валютного контроля в 1970-е гг. В 1980-е и 1990-е гг. главным сти-

мулом стало снижение государственного вмешательства в экономику. В наши дни капитал перетекает в те страны, которые предлагают наиболее привлекательное соотношение доходности и риска и минимальные ограничения на приток/отток капитала. Открытие внутренних рынков для иностранных эмитентов, ищущих капитал, и для иностранных инвесторов, ищущих возможности размещения своих инвестиционных долларов (евро или иен), привело к интенсивному движению капитала между компаниями и инвесторами. С другой стороны, страны, пытающиеся сохранить жесткий контроль над рынками капитала, столкнулись с тем, что ключевые игроки легко обходят эти ограничения, переводя свои деловые операции за границу.

Однако есть одна область, где регулирование наоборот усилилось. Но если раньше основной целью регулирования был контроль над рынком, то сегодня политики стараются сделать торговлю ценными бумагами более честной игрой. В результате существенно ужесточились правила, касающиеся инсайдерской торговли, особенно в Европе, где до недавнего времени преследования за инсайдерскую торговлю были чрезвычайно редки. Кроме того, на фоне последних корпоративных скандалов были введены дополнительные требования к раскрытию информации, благодаря чему инвесторам стало гораздо легче отслеживать и сравнивать результаты деятельности публичных компаний.

Крупные транснациональные компании традиционно находят источники долгового и акционерного капитала за пределами своих стран, но в наши дни даже небольшие компании начинают выходить на иностранные рынки в поисках инвесторов. Эта тенденция является по большому счету позитивной, поскольку дает компаниям доступ к гораздо более масштабным источникам капитала, а также позволяет воспользоваться различиями в налоговом и экономическом регулировании разных стран для снижения стоимости капитала. Вместе с тем одним из последствий глобализации является то, что отныне компании вынуждены соперничать за капитал не только с отраслевыми или национальными конкурентами на отечественном рынке, но и со всеми сопоставимыми игроками на мировых рынках. Повышенная подвижность капитала может оказаться как благом, так и проклятием.

## **Развитие технологий**

Важнейшей особенностью сегодняшних рынков капитала является то, что огромные суммы могут практически в мгновение ока перемещаться между компаниями, финансовыми инструментами и странами. Разумеется, это было бы невозможно без современных компьютерных технологий. Благодаря им можно проводить эмиссию ценных бумаг общей сто-

мостью в миллиарды долларов одновременно в нескольких странах мира, торговать ценными бумагами на фондовых биржах и других торговых площадках с дневным оборотом в триллионы долларов, и эффективно оценивать новые инструменты, появляющиеся на рынке. В настоящее время мы приближаемся к созданию непрерывного, 24-часового глобального торгового режима, по крайней мере, для акций крупных и известных компаний. В конечном счете эти возможности распространяются на весь спектр ценных бумаг.

## **Финансовые инновации**

Глобализация, дерегулирование и информационные технологии создали условия для появления новых финансовых инструментов. В частности, инвестиционные банки разработали ряд инновационных инструментов, которые позволяют компаниям: 1) выпускать ценные бумаги, ориентированные на четко определенные категории инвесторов; 2) смягчать негативные последствия колебаний процентных ставок и обменных курсов; 3) превращать неликвидные активы в высоколиквидные финансовые инструменты. Таким образом, глобальный рынок капитала предлагает сегодняшним инвесторам удивительное разнообразие финансовых инструментов.

Одной из важнейших инновационных тенденций стало развитие секьюритизации, начавшей набирать обороты в 1980-е гг. Секьюритизация представляет собой процесс объединения однородных активов или финансовых инструментов, не являющихся ценными бумагами, и выпуск на их основе ценных бумаг, продаваемых непосредственно публике. Секьюритизация произвела настоящую революцию на американском ипотечном рынке, позволив превращать кредиты в публично торгуемые ипотечные инструменты. Впоследствии этот процесс распространился на широкий спектр других активов, что привело к созданию рынка ценных бумаг, обеспеченных активами. Например, теперь компании имеют возможность продавать свою дебиторскую задолженность и привлекать необходимый капитал по гораздо более низкой стоимости, чем раньше.

Интересным последствием финансовых инноваций стало размытие границ между различными типами финансовых институтов. Например, как показано в главе 5, сегодня коммерческие банки перестали быть единственными институтами, предоставляющими коммерческие кредиты. В этот бизнес пришли страховые компании, пенсионные фонды и другие категории инвесторов. Секьюритизация и другие инновации позволили многим финансовым институтам конкурировать на поле, ранее принадлежавшем исключительно инвестиционным банкам.

## **Изменение отношения к сбережениям и инвестированию**

Пока набирали силу вышеописанные тенденции, на смену старому поколению инвесторов пришло новое, имеющее больше свободных денег и более склонное к инвестированию на рынках капитала. Казавшийся бесконечным бычий рынок (с его редкими крахами, например в 1987 и 2000 г.) и уверенность в том, что при достаточно далеком инвестиционном горизонте выгоднее вкладывать деньги в акции, а не держать их в правительственные облигациях или на банковских счетах, превратили в акционеров миллионы людей, чьи родители никогда не помышляли о покупке акций. В Европе эту тенденцию усилили приватизационные кампании, одной из задач которых было обеспечение стабильности частной собственности путем распределения акций вновь приватизированных предприятий среди широких слоев населения.

## **Рост доминирования институциональных инвесторов**

Еще в 1970-е гг. вряд ли кто из профессиональных финансистов мог себе представить, что интерес к акциям и инвестированию в целом приобретет нынешние масштабы. Результатом стало взрывное развитие индустрии взаимных фондов, паевых трастов и других форм коллективного инвестирования. Для руководителей компаний важнее не то, что сегодня множество людей стало долевыми собственниками через взаимные или пенсионные фонды, а то, что эти фонды управляются профессиональными менеджерами, которых заботит лишь результативность инвестиций и обеспечение максимальной доходности для клиентов. Нет сомнения в том, что именно резкий рост интереса к инвестированию пенсионных накоплений у последнего поколения и, как следствие, интереса к профессиональному управлению деньгами, является главным фактором роста акционерной стоимости американских компаний.

Эта тенденция начинает проявляться и в Европе, отчасти благодаря ее собственной индустрии взаимных фондов, отчасти благодаря росту популярности пенсионных фондов. Принимая во внимание старение населения и ненадежную систему государственных гарантий, все больше европейцев признает, что программы социального обеспечения с недостаточным финансированием не смогут в полной мере удовлетворить будущие пенсионные потребности сегодняшней рабочей силы. Чтобы обеспечить потребности стареющего населения и стимулировать сбережения и капиталовложения, многие страны уже ввели или планируют ввести системы пенсионных и сберегательных программ, которые позволяют направить беспрецедентные потоки капитала в европейские компании.

# 2

## Привлечение капитала: обзор альтернатив

КЛЮЧЕВЫЕ ФАКТОРЫ ПРИ ВЫБОРЕ ИСТОЧНИКОВ КАПИТАЛА

СПОСОБЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ В ЗАВИСИМОСТИ  
ОТ ЭТАПА ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА КОМПАНИИ



Начальный этап

Расширение

Рост после IPO

Замедление роста и зрелость

Спад

ДРУГИЕ ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА СПОСОБЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ

ОСОБЫЙ СЛУЧАЙ:  
ФИНАНСОВО НЕБЛАГОПОЛУЧНЫЕ КОМПАНИИ

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

**Н**а базовом уровне капитал существует в двух формах: долговой и долевой. Главные источники долгового капитала — банковские кредиты и облигации. В наши дни ряды его поставщиков пополнили банки развития и другие финансовые институты. Для привлечения долевого капитала компании традиционно выпускают обыкновенные акции и, чуть реже, привилегированные акции и варранты. Особую популярность в последние годы приобрели гибридные инструменты, обладающие свойствами долевых и долговых ценных бумаг.

Главное различие между долговым и долевым капиталом состоит в характере прав на денежные потоки компании. Если кредиторы, такие как банки и держатели облигаций, обладают первоочередным правом на выплату процентов и основной суммы, то инвесторы в долевые инструменты довольствуются остаточным правом. Они получают выплаты только после удовлетворения всех остальных требований. Кроме того, в случае ликвидации кредиторы имеют приоритет, тогда как долевые собственники обладают младшим правом требования. Еще одно важное различие заключается в том, что проценты, выплачиваемые держателям долговых обязательств, подлежат вычету из налогооблагаемой базы, а дивиденды акционерам нет. Далее, практически любое долговое обязательство имеет срок погашения, т. е. фиксированный момент, когда основной долг должен быть выплачен. Долевой капитал привлекается бессрочно. И последнее, акционеры имеют право контролировать руководство или, по крайней мере, выбирать директоров, которые назначают руководителей компаний. Кредиторы обычно не имеют таких прав за исключением случаев, когда компания испытывает серьезные финансовые затруднения.

Формы финансирования образуют континуум, на одном конце которого фиксированные выплаты, высокий приоритет, возможность налогового вычета, фиксированный срок погашения и отсутствие права на вмешательство в управление, присущие долговому финансированию, а на другом конце — остаточное право требования, низкий приоритет, отсутствие налоговых вычетов, бессрочность и право контролировать управление компанией, присущие долевому финансированию. Гибридные инструменты находятся между этими двумя крайностями, т. е. обладают характеристиками как долговых, так и долевых ценных бумаг.

Пожалуй, самой популярной на сегодня разновидностью гибридных инструментов являются конвертируемые облигации, т. е. облигации,

которые по желанию владельца можно обменять на определенное количество обыкновенных акций компании. Профессиональные финансисты рассматривают такие инструменты как сложные ценные бумаги, в которых присутствует долговая составляющая (в данном случае черты прямой облигации или облигации без возможности конвертации) и долевая составляющая (возможность приобрести обыкновенные акции). Для быстрорастущих компаний, не имеющих больших денежных потоков от основной деятельности, конвертируемые долговые инструменты являются особенно привлекательной альтернативой обычному долгу. Учитывая высокие темпы роста и высокую степень риска, присущие таким компаниям, условие досрочного выкупа приобретает особую ценность, поскольку позволяет компаниям уменьшить процентные платежи. Разумеется, любой финансовый инструмент, чтобы работать, должен быть привлекательным для инвесторов. Конвертируемые облигации предлагают инвесторам предсказуемый и гарантированный процентный доход и одновременно возможность участвовать в росте стоимости компании, если бизнес будет развиваться успешно.

## КЛЮЧЕВЫЕ ФАКТОРЫ ПРИ ВЫБОРЕ ИСТОЧНИКОВ КАПИТАЛА

Результатом стремительного развития рынков капитала стал широчайший выбор перспективных источников финансирования, и этот выбор продолжает расширяться. Вот далеко неполный список возможностей, доступных для современных компаний:

Бизнес-ангелы	Первоначальное публичное предложение акций (IPO)
Бутстрэппинг	Публичное размещение долговых обязательств
Венчурный капитал	Товарищества по исследованиям и разработкам
Вторичное размещение ценных бумаг	Факторинг
Друзья и семья	Финансирование поставщиками
Кредитование под залог активов	Финансирование потребителями
Лизинг	Франчайзинг
Личные сбережения	
Необеспеченные банковские кредиты	

Чем объяснить такое многообразие возможностей? Как видно на примере конвертируемых облигаций, это выгодно как поставщикам капитала, так и его получателям. Для инвесторов наличие большого числа альтернатив делает рынки капитала более полными, т. е., на языке экономистов, расширяет предложение по соотношениям доходности и

риска. Проще говоря, инвестиционные инструменты завоевывают популярность, потому что дают инвесторам возможность повышать доходность своих портфелей без повышения рисков или же снижать риски, не жертвуя доходностью. С другой стороны, наличие большого числа альтернатив позволяет компаниям выбирать то, что наилучшим образом соответствует конкретным ситуациям и потребностям. Дело в том, что у разных компаний разные финансовые потребности. Это может касаться объема финансирования или его срока. Одна компания способна предложить инвесторам высокую надежность инвестиций, тогда как другая требует от инвесторов готовности пойти на значительный риск. Компании также различаются по схемам налогообложения, качеству управления, гибкости и множеству других параметров.

Другая причина многообразия выбора состоит в том, что поставщики капитала имеют разные цели, возможности и ограничения. Одни, такие как банки, предпочитают инвестиции с низкой вовлеченностью и риском, обычно краткосрочные. Другие, вроде бизнес-ангелов, ищут инвестиционные возможности с высокой степенью участия и риска, средне- или долгосрочные. Иногда финансирование тесно увязывается с отдельными аспектами бизнеса, такими как дистрибуция, маркетинг и система поставок, например, когда финансирование предоставляется потребителями или поставщиками. Кроме того, разные поставщики капитала по-разному защищают свои инвестиции. Венчурные капиталисты активно контролируют компании, в которые вложены их средства. Факторинговые компании и большинство кредиторов полагаются главным образом на обеспечение.

Но главным фактором, определяющим выбор источника финансирования для компании, является этап ее развития. Например, начальный этап традиционно характеризуется наивысшим уровнем делового риска из-за множества неопределенностей: будет ли новый продукт работать, как ожидалось; если он будет работать, станут ли потенциальные потребители его покупать; если потребители его примут, можно ли будет достичь такого объема продаж и прибылей, при которых окупятся затраты на разработку и запуск в производство; и даже если все сложится удачно, сумеет ли компания завоевать достаточную долю рынка, чтобы оправдать дальнейшее присутствие в этой отрасли. Из-за высокого уровня делового риска *финансовый риск*, т. е. степень, в которой компания полагается на долговое финансирование, должен быть низким. Поэтому для начинающей компании больше подходит какая-либо форма долевого финансирования, хотя, надо сказать, выбор тут невелик. Высокий риск ограничивает инвестиционную привлекательность и сужает круг инвесторов до относительно небольшой группы. В соответствии с действующим законодательством или внутренними правилами крупные

поставщики капитала (например, взаимные фонды, страховые компании и пенсионные фонды) не могут вкладывать средства в начинающие компании.

Идеальный инвестор в начинающую компанию должен хорошо представлять все существующие риски, включая реальную возможность потерять все. Он также должен понимать, что доход может быть реализован только в виде прироста капитала при выходе, а не в виде дивидендов, поскольку такие компании крайне редко выплачивают дивиденды. Почти все серьезные венчурные капиталисты, в чьих руках сосредоточена львиная доля венчурного капитала, являются профессиональными инвесторами, которые не только понимают и принимают высокие риски, но и знают, как их минимизировать через включение в портфель проектов с сопоставимыми уровнями риска. Идея в том, чтобы провал одних инвестиционных проектов компенсировался успешностью других.

Иначе обстоят дела с привлечением капитала в крупных, устоявшихся компаниях, особенно публичных. Наряду с очевидной разницей в размерах, кредитоспособность крупных компаний открывает им доступ к таким источникам финансирования, которые обычно недоступны мелким фирмам, например необеспеченный (т. е. без предоставления активов в залог) долг.

Инвесторы, вкладывающие деньги в публичные компании, получают доход как в виде дивидендов, так и в виде прироста капитала, который возникает при продаже акций другим инвесторам. При этом их решения о продаже обычно не зависят от инвестиционной деятельности компании. Принимая решение о покупке акций, инвесторы редко думают о том, когда именно они их продадут, или о связанных с продажей издержках.

Инвестирование в начинающие компании носит иной характер. Такие инвестиции обычно неликвидны и на протяжении нескольких лет не приносят значительных положительных денежных потоков. Поэтому большинство инвесторов и многие предприниматели жестко ограничивают инвестиционные горизонты. Дело в том, что зачастую единственной возможностью реализовать доход от инвестиций в начинающую компанию является наступление так называемого события ликвидности\*. Вследствие критической важности события ликвидности, как правило, тщательно прогнозируются. При вложении средств в более зрелые, публичные компании такие прогнозы не нужны.

Основным для публичных и, нередко, частных компаний является внутреннее финансирование в виде реинвестирования прибылей. Обзор

---

\* Продажа компании стратегическому инвестору, выкуп менеджерами, IPO и т.п. — *Прим. пер.*

Конец ознакомительного фрагмента.  
Приобрести книгу можно  
в интернет-магазине «Электронный универс»  
[\(e-Univers.ru\)](http://e-Univers.ru)