

Необходимо финансирование?

Собственный капитал для Start-up >>

Собственный капитал для корпораций >>

Консалтинг по финансированию >>

Запрограммируйте себе европейские инвестиции! >>

В поиске собственного капитала

Краткое руководство для предприятий

Коммерческое использование брошюры запрещено.

Брошюра может свободно передаваться, перепечатываться и публиковаться с обязательной ссылкой на автора и указанием адреса www.finance-dms.com .

Автор Max Hait

**Köln, Deutschland
2006, April**

Содержание

Главы:	Стр.
	4
1.	4
2.	5
3	5
4.	6
4.1	7
4.2	7
4.3	8
4.4	12
5.	12
5.1	13
5.2	13
5.3	13
6.	13
7.	14
8.	15
8.1	15
8.2	15
8.3	15
8.4	15
8.5	15
8.6	15
8.7	16
9.	16
9.1	16
9.2	16
9.3	16
9.4	17
9.5	17
9.6	17
9.7	18
10.	18
10.1	20
10.2	20
10.3	21
11.	21
11.1	22
11.1.1	22
11.1.2	22
11.1.3	23
11.1.4	23
11.1.5	24
11.1.6	24
11.1.7	25
12.	31
12.1	31
12.2	31
12.3	31
12.4	32
12.5	32
13.	33
13.1	33

13.2	Необходимые приложения	33
13.3	Подготовка к переговорам	34
13.4	Поведение на переговорах	34
13.5	Letter of Intent (Lol)	35
14.	Содержание договора/Срок у нотариуса	35
14.1	Сложные пункты договора	36
14.2	Преамбула	36
14.3	Финансирование	36
14.4	Гарантии	37
14.5	Ответственность по гарантиям	37
14.6	Call-Option / Put-Option	38
14.7	«Негативные разъяснения» к Due-Diligence	38
14.8	Превращение в акционерное общество	38
14.9	Именения устава	39
14.10	Особенность: микс- участие	39
15.	Новые стратегии для ищущих капитал	39
15.1	Планирование предприятия для учредителей	39
15.2	Рекомендации по действиям на основании Basel II	41
15.3	Внешний рейтинг как критерий для собственного капитала	43
15.4	Какие возникают расходы?	43
16	Заключение	44

Введение. Рисковый капитал в экономически тяжёлой среде

В прошлом венчурные капиталисты (VC) были нацелены на то, чтобы в возможно короткие сроки «вывести» инвестированный капитал из предприятия и, таким образом, реализовать прибыль и достичь максимально высоких процентов на капитал. Экономические и общественные условия в последние годы прошедшего столетия для этого были весьма благоприятны. Например, в Германии по американскому образцу развился биржевой сегмент «Neuer Markt» (Новый рынок) для технологических предприятий, и граждане неожиданно проявили готовность инвестировать в акции. PR и разъяснительная работа в связи эмиссией акций Deutsche Telekom, а также начальные реализованные прибыли в этом биржевом сегменте вызвали почти что эйфорию. Полностью неэкономические масштабы оценки и последовательное, упорное «отворачивание» взглядов от неоспоримых экономических законов привели к переоценке акций, так называемых „high-potentials“. Но вкладчики смогли реализовать прибыль лишь в начале. Законы экономики догнали вкладчиков, предприятия и венчурных капиталистов и со всей последовательностью и жёсткостью вернули на «землю фактов». Ситуация для будущего значительно изменилась. Закрытие биржевого сегмента «Neuer Markt» было одобрено биржевым комитетом.

1. Отпадение возможности выхода из участия через биржу (Exit)

Возможность краткосрочной реализации прибыли через IPO на «Neuer Markt» профинансированных венчурным капиталом предприятий фактически отпала. Параллельно остались практически три другие возможности:

- trade deal (см. стр. 24)
- buy back (см. стр. 25)
- или долгосрочное держание участия

Таким образом, краткосрочная реализация высоких прибылей исключалась, так как при оставшихся альтернативах средний доход от 50% в год и выше при запланированном портфеле венчурной компании, например, 10% участия в качестве high-flyer¹ и 60-70% участия на случай «вылета инвестиций» были больше нереализуемы. Это будет иметь фундаментальные воздействия в будущем.

Пример из прошлого

Представим себе:

Предприятие было учреждено 1.03.1999 г. с уставным капиталом 50.000 марок. 1.03.2000-ого года предприятие имело оборот 2,5 млн. марок и нулевую прибыль после налогов. Предприятие разрабатывает бизнес-план, предусматривающий вливание 1,5 млн. марок инвестиций с результатом, что после следующих четырёх лет – 1.03.2004 – будет достигнут оборот в 50,0 млн. марок. Потом должен состояться выход предприятия на биржу. В случае, если намерения бизнес-плана будут выполнены, можно считаться с прибылью в 2,5 млн. марок после налогов и при выходе на биржу можно назначить величину KGV² в размере 15. Это даёт стоимость предприятия в 37,5 млн. марок.

¹ Обозначение ценной бумаги с очень высоким подъёмом курса. Речь идёт в основном о спекулятивных акциях, курс которых ориентируется на будущую прибыль.

² KGV – отношение курса акции к прибыли на каждую акцию.

Венчурная компания, предоставившая 1,5 млн. марок, считается со средним доходом 50% в год в течении 4-х лет, что при соответствующем расчёте отвечает сегодняшней стоимости почти в 7,5 млн. марок (7,41 млн.). Отсюда 1,5 млн. марок соответствуют около 20% стоимости предприятия. Венчурная компания (нем. *Venture-Capital-Gesellschaft*, VCG) участвует в предприятии с 20% непосредственно в уставном капитале предприятия (на 12.500 марок повышение капитала) и остаток (1.487.500,0 марок) вкладывает как «тихое участие». Это не какой-то теоретический, а реальный пример. Он сразу показывает, что эти расчёты венчурной компании в 2004 году в нынешней ситуации нереализуемы.

2. Фазы аквизиции рискового капитала на примере

Начиная с первого контакта VCG получает от предприятия необходимые документы для оценки бизнес-концепции. После позитивного отклика на бизнес-концепцию, обе стороны добиваются взаимопонимания об основных целях будущего партнёрства, например, стратегии, рыночного позиционирования и перспектив предприятия. В качестве базы для дальнейших переговоров служит проверка Due-Diligence, в которой оценивается предыдущее развитие, будущее планирование, а также рынок и продукт. Параллельно, партнёры совместно разрабатывают структуру участия в капитале, которая закрепляется в Letter of Intent. Это объявление о намерениях касается оценки предприятия, а также основных статей договора и концепции участия. После этого VCG производит «тонкую» проверку предприятия. В этот период проверки со стороны VCG, который может длиться достаточно долго, сам предприниматель/ли как бы заново знакомится со своим предприятием. После заключительной оценки следует разработка договора.

В договоре о финансировании, в первую очередь, регулируются платежи между венчурной компанией и предприятием. Этим осуществляется разделение инвестиционного риска между сторонами. Обычно VCG выплачивает согласованную сумму траншами, что означает, что передача капитала обусловлена достижением предприятием поставленных целей. Часто в контрольном совете предприятия принимает участие сотрудник VCG. При этом предприятие дополнительно извлекает пользу в управлении и использовании связей/сетей VCG.

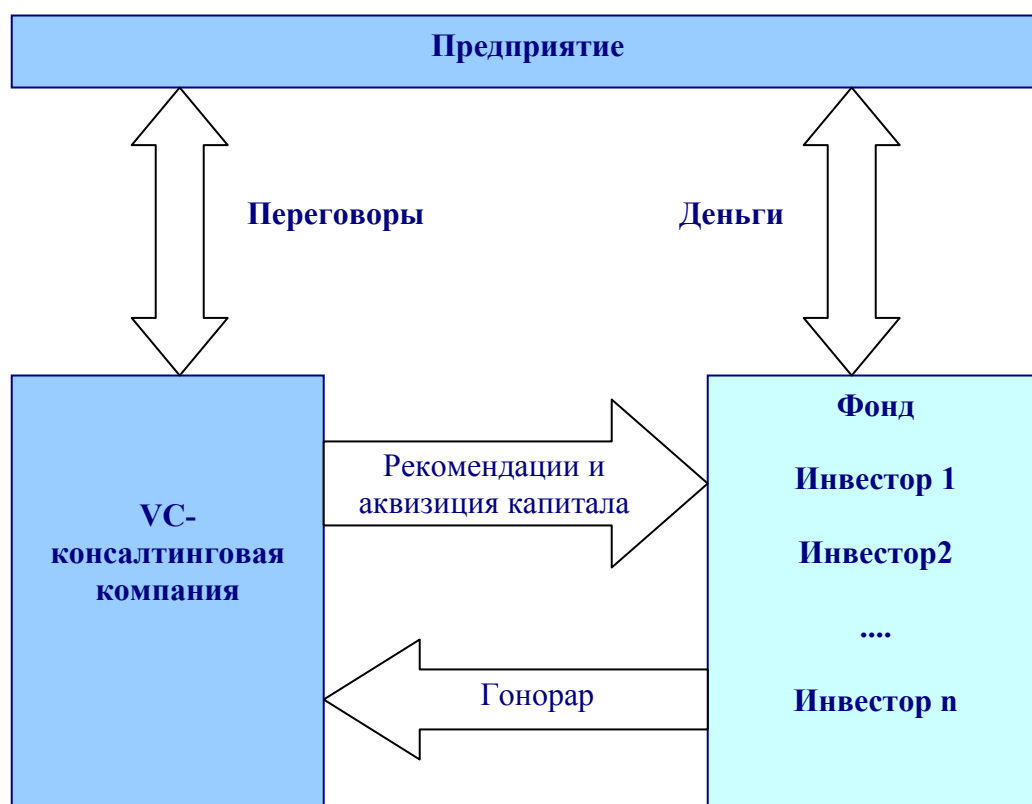
Само участие относится к «ответственному» капиталу, что означает отсутствие со стороны предприятия необходимости предоставления каких-либо вещественных гарантий. Они остаются свободными для привлечения дальнейшего финансирования. Базой для такой формы партнёрства является идентичность интересов сторон.

3. Пример структуры VCG

VCG, ориентирующиеся исключительно на получение доходов на инвестируемый капитал, состоят, собственно говоря, из двух частей: VC- консалтинговой компании и фонда. Все переговоры по договору и Due-Diligence в фазе аквизиции ведёт VC- консалтинговая компания. Однако она не заключает самостоятельно договора, а даёт свои рекомендации фонду. Таким образом, договора заключаются между фондом или же различными фондами, курируемыми VC- консалтинговой компанией и предприятиями. Но прежде VC- консалтинговой компании ещё предстоит решить вторую задачу, а именно, она должна привлечь для фонда капитал, то есть найти институциональных или частных инвесторов, которые будут инвестировать свои деньги в фонд, из которого затем будет профинансировано предприятие. Для привлечения инвесторов в фонд VC- консалтинговая компания делает им соответствующее предложение с определёнными обещаниями. В

последние годы прошедшего столетия такими обещаниями были, например, доходы на капитал между 30% и 40% в год. В то время, разумеется, существовала ситуация, когда такие дозоды могли быть достигнуты фактически. VC- консалтинговая компания должна, естественно, также жить: сначала она получает из привлечённых в фонд средств некий *здаток*, с тем, чтобы иметь возможность действовать. При этом речь идёт примерно о 2,5% объёма фондовых средств. Если инвестиции в предприятие заканчиваются выходом (Exit) и деньги возвращаются в фонд, VC- консалтинговая компания также участвует в полученных доходах, как комиссионер. При этом она получает 15%, 20% или иногда 25% от полученных доходов на капитал. Рассматривая эти числа, можно быстро уловить, что такая VCG должна планировать доходы на капитал от 50% в год. Из них 30% должны быть возвращены в фонд, Задаток и 25-30% дохода на капитал должны доставаться самой VCG.

Фиг.1. Классическая VCG и её финансовые источники



4. Финансирование предприятий с позиций банков

Так как такие примеры сегодня по всем правилам практически нереализуемы, можно исходить из того, что классическому финансированию предприятий через банки будет и далее придаваться важное значение. Хотя малые и средние предприятия в увеличивающемся масштабе заменяют кредиты через такие альтернативные финансовые инструменты, как лизинг, факторинг, а также через кредитные гарантии и гарантии собственного капитала, доступ к банковским кредитам в целом ухудшился. Всё же, кредитное финансирование по оценке Комиссии ЕУ останется в следующем десятилетии важным источником финансирования предприятий. Но также в рамках этого финансирования наступают изменения: на основании различных развитий банки требуют теперь для классического

кредитного финансирования предприятий более высокие квоты собственного капитала. Это требование действительно не только для Start-Ups, но и для средних предприятий. Основания для этого следующие:

4.1. Актуальная ситуация банков

Сами банки, служащие до сих пор главной опорой средних предприятий, чувствуют себя «больными» из-за кредитного бизнеса. Некоторые средства массовой информации говорят даже о банковском кризисе. Как бы то не было, фактом является то, что средние предприятия и, естественно, Start-Ups имеют значительные проблемы при получении кредитов. Например, согласно опроса KfW³, почти треть средних предприятий указали, что в последнее время имели значительные сложности при получении кредитов. Эти высказывания подтверждаются статистикой, показывающей, например, что немецкие банки во 2-ом квартале 2002 вернули из кредитного бизнеса на 6,2 млрд. евро больше, чем вложили в него. В том же периоде 1999 г. ими было израсходовано на кредиты на 11 млрд. евро больше, чем получено назад.

При этом под перекрёстным огнём критики оказался не только инвестиционный бизнес на бирже, но и кредитный бизнес банков со средними предприятиями, чьё «одеяло» собственного капитала всегда было достаточно «тонким». Исходя только из одного такого «заднего фона» становится ясно, что одним банковским финансированием предприятиям не обойтись.

4.2. Basel II

К пониманию воздействия Basel II на ситуацию с рисковым капиталом необходимо представить Basel II немного подробнее.

Что такое Basel II?

Базельский комитет для надзора над банками был образован в 1975 году и состоит их высоких представителей властей по надзору за банками и центральными банками ведущих индустриальных стран. Целью этого комитета является унифицирование интернационального банковского контроля и обеспечение стабильности финансовых рынков. Через управление и наблюдение банковских рисков должно быть усилено доверие к кредитным институтам и поддерживаться безопасность и солидность мировой финансовой системы. В 1988 году было достигнуто соглашение под названием „Basel I“, которое обязывало банки при выдаче кредитов предприятиям и клиентам к 8% квоте собственного капитала. Этот принцип должен быть реформирован через „**Basel II**“. Эти модернизированные правила должны вступить в силу (смотря по установленным в национальных законодательствах срокам, для Германии - в начале 2007 года) не только для международных кредитных институтов, но и предположительно для всех кредитных институтов.

Принцип Basel II – это положение о том, что квота собственного капитала и кредитоспособность клиентов должны учитываться сильнее, чем до сих пор. В качестве масштаба кредитоспособности клиентов действует, так называемый, рейтинг - классификация риска невозврата кредита клиента с точки зрения банка. Особенное заключается в том, что внутренний банковский рейтинг имелся всегда. Но через изменения Basel II банковский рейтинг теперь становится релевантным для контроля и условий кредитования. Каждый кредитный институт при выдаче кредита должен определённый процент суммы кредита – взвешенный через определённый фактор риска – «обеспечить»

³ KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau, немецкий банк

собственным капиталом (СК). По Basel I этот процент составлял 8% (минимальный стандарт для отношения собственного капитала банка – уставной+дополнительный капитал – к активу, взвешенному по риску). Сейчас этот процесс не приводит к дальнейшей дифференциации. Индивидуальная кредитоспособность клиента учитывается недостаточно. Например, клиенты с (очень) хорошей кредитоспособностью, работающие на сильно растущем рынке платят сегодня слишком высокую надбавку за риск, в то время как клиенты со слабой кредитоспособностью слишком низкую.

Изменения Basel II в отношении финансирования средних предприятий в среднесрочном плане ведут к тому, что альтернативы классическому банковскому кредиту приобретают ещё большее значение, чем до сих пор. Здесь, в качестве альтернативы, подразумевается рискованный капитал. Альтернативные формы финансирования снижают зависимость предприятия от банковских кредитов и воздействуют преимущественно позитивно на базис собственного капитала и повышают кредитоспособность.

4.3. Рейтинг

Независимо от источника финансирования тема рейтинга становится неизбежной. Отличаться будет лишь форма рейтинга. В то время, как кредитный институт перед выдачей кредита будет проводить внутренний рейтинг, при использовании альтернативных источников финансирования может быть необходим внешний рейтинг независимого рейтингового агентства.

Внешний рейтинг

Внешний рейтинг проводится в большинстве случаев по инициативе предприятий, желающих рефинансироваться на рынках капитала. Он применяется для создания у инвесторов объективного портрета предприятия и служит этим в качестве помощи для принятия решения об инвестировании. Внешний рейтинг причиняет как одноразовые расходы, так и расходы для его текущей проверки. По Basel II банки также могут использовать внешний рейтинг своих кредитополучателей для оценки кредитоспособности.

Внутренний рейтинг

Рейтинги для оценки кредитоспособности используются банками уже в течении многих лет, и служили до сих пор внутренним базисом для принятия кредитных решений. Посредством рейтинга банки расследуют предпринимательский риск, который они принимают на себя с выдачей кредита. По Basel II к внутрибанковскому процессу рейтинга предъявляются определённые требования. Банки могут использовать для измерения кредитных рисков процесс рейтинга с применением подхода Internal-Rating-Based (IRB - подход). Затем банки, при выполнении определённых минимальных требований, могут самостоятельно расследовать взвешенный риск заёмщика на основании вероятности «выпадения» кредитов (Probability of Default) в отдельных рейтинговых классах. При этом для каждого заёмщика можно применять среднюю вероятность «выпадения» кредита его рейтингового класса.

IRB – подход для фирменных клиентов состоит из двух вариантов: IRB – базовый подход (foundation approach) и IRB – прогрессивный подход (advanced approach). При IRB – базовом подходе банки оценивают только саму вероятность «выпадения» кредита. Для определения процентной величины потерь предусмотрено для необеспеченных кредитов размер 50% и для обеспеченных кредитов редуцирование этого размера по определённой формуле. При IRB – прогрессивном подходе банки наряду с вероятностью «выпадения» кредитов расследуют размеры убытков от «выпадении», эффективный остаток временного периода и объёмы сумм,

подвергаемых риску «выпадения». Разумеется, что сначала многие банки выберут, как самый простой, IRB – базовый подход.

До сих пор уже было проведено большое количество рейтингов для оценки заёмщиков. Но эти процессы имели неофициальный характер. Теперь же, по планам Базельского комитета, рейтинговый процесс будет допущен официально. При этом «малым» из средних предприятий нужно принять во внимание следующее: выбор из двух альтернативных рейтинг-методик делает банк, который затем применяет её принципиально ко всем заёмщикам. Возможность выбора методики для отдельных клиентов не существует. «Малому» заёмщику остаётся только право выбора или смены банка.

Классы рейтинга

Известными своими рейтингами являются большие рейтинговые агентства Standard&Poor's и Moodys, чьи оценочные шкалы стали стандартными для других агентств. Базельский комитет, опираясь на них, предусматривает минимальное число в 7 классов риска в отношении заёмщиков для действующих кредитов и один класс для «выпавших» кредитов. В Таблице 1 приводится рейтинговая шкала Standard&Poor's (St&P) и её интерпретация, а также соответствующие 8 классов риска Базельского комитета.

Табл. 1

Критерий	St&P	Basel II	Интерпретация
Инвестицион- ный	AAA	1	Лучшее качество, наименьший риск «выпадения».
	AA	2	Высокое качество, но риск «выпадения» несколько выше.
	A	3	Хорошее качество, но имеются элементы, которые при изменении развития экономики могут оказать негативное воздействие.
	BBB	4	Среднее качество, но недостаточная защита в отношении изменений развития экономики
Спекулятивный	BB	5	Спекулятивная инвестиция, только умеренное покрытие процентов и кредита.
	B	6	Очень спекулятивная, низкая надёжность долгосрочного обслуживания долга.
	CCC	7	Низкое качество, минимальная защита инвестиции или прямая опасность просрочки платежей.
	CC		
	C		
D	8	Выпадение, просрочка платежей.	

Обеспечение собственным капиталом по Basel II

По нормам Basel I от 1988 года банки должны обеспечивать кредитный бизнес 8%-тами собственного капитала. После вступления в силу Basel II банки более не обязаны использовать эту единую норму, а, смотря по рейтинговой классификации, применять ставку между 1,6% и 12%. Таким образом, для представленных выше классов рейтинга получают следующие взвешенные риски и соответствующие им квоты собственного капитала:

Табл. 2

Рейтинговые классы по St&P	Взвешенные риски по Basel II	Квота собственного капитала банка
AAA до AA -	20%	1,6%
A+ до A -	50%	4,0%
BBB+ до BB -	100%	8,0%
B+ до D	150%	12,0%
Retail-Kredite	75%	6,0%

Retail-Kredite (Retail-кредиты)

Малые и средние предприятия в будущем могут оцениваться также частично в группах. По предусмотренным в Basel II изменениям, малые кредиты для предприятий могут группироваться кредитными институтами в, так называемый, Retail -портфель (Retail-Portfolio) и обеспечиваться меньшим собственным капиталом. Для кредитов предприятий с годовым оборотом менее 50 млн. евро (Европа) предусмотрены «уступки» в размере «удержания» собственного капитала. Дальнейшие преимущества этого, так называемого, портфельного рейтинга: при анализе банк ограничивается, прежде всего, упрощённой проверкой кредитоспособности на базе баланса и оценки хозяйственно-экономической деятельности предприятия. Дальнейшая информация об управлении предприятием систематически не охватывается и, как следствие, расходы для предприятия получаются меньше, чем при проведении отдельного рейтинга. Портфельный рейтинг может оказаться выше, чем в случае отдельных рейтингов. При этом преимущества от условий кредита прежде всего извлекают те предприятия, которые при отдельном рейтинге выглядели бы хуже.

Критерии оценки рисков

Basel II предписывает банкам, на какие области должно обращать особое внимание при проведении рейтингов. Это:

- Финансовый риск
- Деловой риск (бизнес-риск)
- Менеджерский риск

К тому же имеются детальные предписания, которые могут рассматриваться только в качестве минимальных требований. Например, в Германии не существует ещё единых и одобренных Ведомством по надзору за кредитной системой (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, BaKred) рейтинговых систем, так что отклонения от банка к банку вполне возможны. Эта ситуация изменится после того, как Basel II окончательно вступит в силу.

Вероятность «выпадения» кредитов

Следующий определяющий фактор рейтинга - это вероятность «выпадения» кредитов, которая определяется следующим образом:

Табл.3

Рейтинговые классы по St&P	Вероятность «выпадения» кредитов
AAA	0,02%
AA+ до AA-	0,03 до 0,05%
A+ до A-	0,06 до 0,11%
BBB + до BBB-	0,12 до 0,40%
BB+ до BB-	0,41 до 1,33%
B+ до B-	1,34 до 7,70%
CCC+ до C-	7,71 до 16,99%
DDD до D	17,0 до 20,00%

Критерии взвешивания рисков и вероятность «выпадения» кредитов

Дополнительно к традиционным баланс-ориентированным проверкам кредитоспособности при проведении рейтинга – как внутреннем, так и внешнем – в будущем будут усиленно учитываться качественные факторы. К ним причисляются, например, будущие способности продукта, рыночное позиционирование предприятия и качество менеджмента. Далее важнейшую роль будет играть структура капитала предприятия. Сильный «капитальный»

базис предприятия вызывает низкое взвешивание риска, и этим ведёт к благоприятным условиям финансирования. Для улучшения структуры риска предприятиям рекомендуется иметь приемлемую квоту собственного капитала. Особенно средние предприятия должны использовать время до вступления в силу Basel II для активного восполнения собственного капитала.

До сих пор большинству банков для проверки кредитоспособности были достаточны следующие важные количественные параметры:

- Балансовые числа/прибыль и убытки, например: структура капитала (квота собственного капитала, структура привлечённого капитала), финансовая ситуация (Cashflow/сумма баланса), ситуация с доходами (доходность собственного и общего капитала), размер предприятия (оборот, сумма баланса).
- Сравнительные числа, например: рост оборота, данные по ведению счёта.
- Прочие данные: доля рынка и т.д.

По Basel II эти числа будут дополнены важными качественными параметрами:

- Стратегия предприятия, организационная структура.
- Правовая форма, отрасль, государство/регион.
- Размеры предприятия (число сотрудников/работников).
- Имидж на рынке/бизнес-стратегия.
- Качество учёта.
- Качество менеджмента/собственников.
- Урегулирование вопроса преемника предприятия.

Если количественные параметры не соответствуют, то, как впрочем было и в прошлом, получение кредита можно считать бесперспективным. Но цена обслуживания одобренного банком кредита будет теперь зависеть от качественных параметров или, ещё так называемых, мягких факторов.

Обязывающие составные части рейтинга по Basel II

При всех различиях в деталях проведения рейтинга для оценки риска кредитования должны принципиально приниматься во внимание как минимум следующие критерии:

1. Прошлая и прогнозируемая способность получения доходов для возврата кредитов и покрытия других финансовых потребностей – расходы капитала на текущую деятельность и сохранения/поддержания Cash-flows.
2. Структура капитала и вероятность его негативного искажения, приводящего к неплатёжеспособности.
3. Финансовая гибкость в доступе к рынкам собственного и привлечённого капитала (возможности приобретения дополнительных средств).
4. Уровень привлечённого финансирования и воздействия колебаний спроса на рентабельность и Cash Flow.
5. Качество доходов или уровень доходов и Cash Flow заёмщика, получаемых им от основного вида деятельности, а не от разовых, невозвращающихся источников.
6. Позиция внутри отрасли и перспективы.
7. Характеристика странового риска предприятия, чьё проявление влияет на способность заёмщика обслуживать долг включительно риск трансфера валюты.

8. Качество и своевременная достигаемость информации о заёмщике, включая проверенные годовые отчёты, применяемые стандарты учёта и пр.
9. Сильные стороны менеджмента и его способность эффективно реагировать на изменяемые условия и вводить необходимые ресурсы, а также степень готовности к консервативному риску.

Последствия для кредитных процентов

Согласно выше изложенному, кредитные проценты будут в будущем рассчитываться следующим образом:

Табл. 4

	Банковские расходы на рефинансирование (зависит от рейтингового класса банка)
+	Надбавка за управленческие расходы банка (зависит от его структуры расходов)
+	Надбавка за расходы по собственному капиталу банка (в будущем зависит от рейтинга заёмщика и процентов на собственный капитал банка)
+	Стандартные расходы на риск (зависят от рейтинга заёмщика)
+	Прибыль банка
=	Процентная ставка для заёмщика

Только одно различие в высоте надбавки за расходы по собственному капиталу банка уже приводят - между лучшим и худшим классом рейтинга заёмщика - к разнице почти в два процентных пункта. К этому прибавляются различные расходы на риск и управленческие расходы, так что вполне реальными могут быть различия в 5-7 процентных пунктов. Таким образом, хороший класс рейтинга обещает предприятию преимущества в расходах.

4.4. Реакция банков на ситуацию

На описанную ситуацию, а именно «смеси» факторов из банковского кризиса, падающих доходов на капитал и необходимости снижения объёмов кредитования, требований Basel II, а также опыта с тысячами банкротствами предприятий, банки реагируют с большой сдержанностью. При этом сдержанность проявляется не только в отборе только «хороших» проектов для кредитования, но и в требованиях к заёмщикам в отношении повышения квоты собственного капитала. Таким образом, если предприятие желает кредит, то оно нуждается в собственном капитале. Если собственного капитала недостаточно, то тогда оно должно сначала «добыть» собственный капитал, чтобы затем вообще смогло получать кредитное финансирование. Таким образом, собственный капитал и соответствующее повышение квоты собственного капитала будут затребованы от предприятий повсеместно.

5. Общая экономическая ситуация

Для инвесторов, предлагающих предприятиям собственный капитал, общая экономическая ситуация представляет значительный, почти решающий интерес. В ней заложен базис того, что предприятие, которое желает получить капитал, вообще сможет реализовать какой-либо рост. Например, при прогнозируемом «нуль-росте» экономики и слабостях международной конъюнктуры потенциальные инвесторы могут обдумывать перевод инвестиций в заграницу или твёрдо-процентные ценные бумаги.

5.1 Проблемы отдельных отраслей

Наряду с общеэкономическими проблемами могут быть затронуты также отдельные отрасли. Например, бывший самый большой, растущий рынок телекоммуникаций стагнирует. В отношении крупных инвестиций в новые технологии этой отрасли, как например UMTS, можно исходить из того, что они - как минимум сегодня – не смогут быть амортизированны.

В большой области глобального E-Business смогли удержаться и открыть для себя рынок только несколько Start-Up – предприятий последних лет. Очевидно, что рост рынка не такой большой, как прогнозировалось три года назад. IT-предприятия, в общей своей массе, рассматриваются преувеличенно критически (что неоправдано), так же как ещё несколько лет назад они оценивались преувеличенно эйфорично.

Эти три примера разъясняют, что наряду с общими экономическими данными, ищущим собственный капитал предприятиям предстоит преодолевать трудности, имеющиеся в собственных отраслях.

5.2. Смещение политических интересов

Например, в Германии тема «Учреждение предприятий» с середины 90-х годов находилась на переднем крае политических интересов и массивно поддерживалась через многие мероприятия, поддерживающие программы, организации, конкурсы и общественностью. Сегодня на первом плане стоит тема *преемника предприятий*, так что учредители, ищущие собственный капитал, теперь должны делить «пирог» с ищущими собственный капитал из другой области. С другой стороны, положительным является то, что в вопросе преемственности предприятия это альтернативное финансирование используется всё лучше и шире и находит политическую и экономическую поддержку. Как раз области преемственности, а также перенятию предприятий посвящается Раздел 10, стр.18.

5.3. Воздействие на ситуацию Start-Ups

Для учредителей, которые ищут собственный капитал в Seed- или Start-Up- фазах, привлечение классического венчурного капитала выглядит почти бесперспективно. В этой области образуются промежуточные предложения, и учредители понимают необходимость выбора других путей вывода предприятия к успеху. В целом можно сказать, что учредители должны снизить свои ожидания в отношении привлечения собственного капитала.

6. Смещение целевой группы венчурных капиталистов

Самый высокий риск финансирования через собственный капитал можно видеть в проектах, которые находятся ещё в Seed- или даже в Pre-Seed-фазах. Это означает, что предприятие ещё не имеют созревшего для рынка продукта и, как организаторски, так и в развитии продукта, находится в зоне «абсолютной неуверенности». Проводятся исследования и разработки без того, чтобы вообще было установлено, возникнет ли когда-то продукт, способный «нести на себе» бизнес-концепцию предприятия.

Эта фаза экстремального риска сегодня больше не финансируется венчурными компаниями. Некоторые исключения могут быть увидены ещё в био-технологии. Классические VCG почти не обслуживают этот рынок. Поэтому они смещают свой центр тяжести на другие области, в которых предположительно нельзя ожидать роста, сравнимого с экспонентным. С отпадением возможности выхода через биржу, такой экспонентный рост было бы также весьма тяжело реализовать в доходы на капитал и, в особенности в таких областях, в которых существует мало безопасности и «просчитываемости». Для сравнения в качестве «рискового» сектора можно назвать финансирование предприятий в фазе экспансии (Expansions-Finanzierung), которое всё ещё с ограничениями, но проводится. Тем не менее, также и здесь значительно сильнее инвестируется в утвердившиеся на рынке предприятия. Таким образом,

инвестиции перемещаются в предприятия, обладающие стабильным положением. Классическими кандидатами сегодня являются Management Buy Out (MBO), Management Buy In (MBI), а также урегулирование вопросов преемственности (см. также стр. 18). Хотя ожидания доходов на капитал здесь ниже, однако весомость риска, связанного с инвестированием в уже обладающее опытом предприятие, значительно ниже.

7. Новые продукты на рынке собственного капитала

Так как рынок собственного капитала повернулся к „Buy-Out-инвестициям“, для возмещения его недостатка предлагаются также новые продукты. Для сделок по перенятию предприятий, например, в Германии имеются новые программы венчурной компании «mbg» GmbH. Программа «L-EA» для средних предприятий дополнительно усилена специальным фондом «Mittelstandsfond». Другие действия можно увидеть в том, что, например, предлагаются программы перенятия риска для случаев банкротств, снижающие риски на 50%.

Образовываются небольшого объёма фонды общего назначения с капиталом венчурного характера, действующие в региональных рамках. Многие из них управляются сберегательными банками, предлагающими, как правило, «тихое участие». Также имеются фонды, специализирующиеся в финансировании предприятий одной отрасли, например, биотехнологий.

Банки и различные фонды предлагают новые продукты в форме малых – и микро- кредитов для заёмщиков, которые на основании отсутствующего обеспечения обычно не имеют доступа к кредитам. Такие кредиты носят определённый характер собственного капитала и обозначаются как „Microlending“. Как правило заёмщиками являются учредители малого бизнеса.

Чтобы повысить готовность и заинтересованность венчурных капиталистов предоставлять капитал, предлагаются программы, снижающие риски самих венчурных компаний. В случае успеха или Exits согласовывается вознаграждение, ориентированное на прибыль VCG. Эти программы представляют собой просто гарантийные программы, охватывающие случаи банкротств предприятий с участием венчурного капитала. Например, программа под названием «L-Bank» охватывает раннюю фазу, фазу роста, а также перенятие предприятий. Венчурной компании гарантируется возвращение до 50% вложенного капитала в обанкротившееся предприятие. Например, гарантийные программы Земельных поручительских банков реализуются через выдачу прямых гарантий VCG. При VBU-программе «mbg» GmbH, Bonn венчурная компания хотя и не получает прямой гарантии на случай банкротства, однако у венчурного капиталиста в качестве Lead-инвестора существует возможность получения до половины суммы (до 1,5 млн. евро) из программы. Преимущество для VCG состоит в том, что «mbg» GmbH присутствует как «тихий» участник, которому вложенная сумма и установленная процентная ставка выплачивается в течении 10 лет, а в случае успешного и прибыльного Exits - хотя VCG и вкладывает только половину собственного капитала, - однако получает большую долю прибыли, чем «mbg» GmbH⁴.

8. Собственный капитал для Start-Ups

⁴ Подробное описание программ см. в книге «Запрограммируйте себе европейские инвестиции!» Макс Хайт www.finance-dms.com/Buch1.html

Отдельные фазы финансирования, в которых участвуют венчурные капиталисты, имеют существенные отличия и коротко описаны ниже.

8.1. Seed- и Pre-Seed

Фазы финансирования «Seed» - это финансирование проекта с самого начала. Здесь, в большинстве случаев, существует только идея и концепция. В качестве примера можно принять проекты, например, в био-технологическом секторе, находящиеся ещё в стадии исследований, и для которых ещё неизвестно, смогут ли они сгенерировать зрелые рыночные продукты. Если фактически существует только идея или концепция, то говорят о Pre-Seed-Phase, а если как раз разрабатывается или закончена разработка прототипа (макета, образца продукта) – говорят, что предприятие находится в Seed-Phase.

8.2. Start-Up

Start-Up- финансирование вступает в действие, если продукт или прототипы уже существуют. При этом речь часто идёт о финансировании предстоящего выхода на рынок. Таким образом, в фазе Start-Up финансируется вступление на рынок и завоевание первых клиентов. Также проводится структурное строительство, характерное для солидно работающих предприятий. Предприятие должно быть построено так, что для реализации экспонентного роста ему будет достаточно только получить «толчок» в виде финансирования экспансии (Expansionsfinanzierung).

8.3. Early-Stage

До сих пор говорят о финансировании Early-Stage, которое включает в себя вместе фазы Pre-Seed-, Seed- и Start-Up. Такое название стадии финансирования можно часто найти в литературе. Также в отдельной литературе встречается обозначение, так сказать, последней фазы финансирования Start-Up как *First Stage*. Она упоминается здесь только ради полноты изложения

8.4. Mezzanine

Как «Mezzanine» обозначают форму финансирования, которая, собственно говоря, не связана с какой-либо фазой, однако может использоваться и в стадии финансирования Early-Stage. Речь идёт о предоставлении займов «низшего ранга», обслуживаемых после всех других банковских займов, и которые, в случае банкротства, обслуживаются только «впереди» акционеров. Через свой «низший ранг» такие займы получают качества собственного капитала. Естественно, что процентная ставка здесь выше, чем при нормальном займе, и часто также зависит от успеха предприятия, что ведёт даже к расплыванию границы с «тихим» участием. Однако важным является то, что займ получает характер собственного капитала и выдаётся без обеспечения.

8.5. Expansion

Финансирование «Expansions» вводится тогда, когда Start-Up- финансирование завершено и предприятие утвердилось на рынке. К этому моменту инвестиции требуются для дальнейшего развития продукта и/или последующих продуктов, или освоения новых рынков. Цель – обеспечить желаемый экспонентный рост. В литературе также применяется термин *Second Stage*.

8.6. Bridge

Финансирование «Bridge» вводится, как правило, после Expansions –финансирования. После Expansions –финансирования предприятие хорошо развилось и созрело для выхода на биржу

для реализации как можно большего «agio»⁵. Необходимое специально для выхода на биржу финансирование называется «Bridge-Finanzierung».

8.7. Turn-around

Финансирование под названием «Turn-around» вводится в случаях кризиса предприятия. Речь идёт о проекте санирования, которые в любом случае не несут в себе экспонентный рост предприятия.

9. Различные поставщики собственного капитала⁶

Точно также, как развиваются новые продукты и формы собственного капитала, расплываются границы между их отдельными видами. Ясно разграниченных определений больше нет. Так как в нынешнее время, например, на передний план очень сильно выдвигаются бизнес-ангелы (Business-Angels) и на них возлагаются многие надежды, под этим названием действуют также лица или компании, которых можно, собственно говоря, охарактеризовать как классических представителей «сцены» венчурного капитала.

9.1. Business-Angels

Под Business-Angels понимаются лица, имеющие Know-how в определённой области (или отрасли) и, в особенности, хорошие связи, и которые хотят сделать их полезными для предприятия и себя. В большинстве случаев они также достаточно богаты, что могут прожить и без доходов на вложенный в предприятие капитал. Речь идёт о предпринимателях (обычно в возрасте ближе к 50 годам), которые уже продали своё собственное предприятие. Business-Angels участвуют преимущественно собственным капиталом. Их представления об соответствующих процентах или числе учредительных акций/долей являются весьма различными и часто завышены. Под именем Business-Angels часто попадаются «чёрные овцы», так что необходим пристальный взгляд предприятия при выборе партнёра. Однако, хороший Business-Angel стоит для предприятия, в прямом смысле слова, «золота». Сегодня Business-Angels предлагают себя не только в учредительских фазах, но и в урегулировании преемника (часто с сомнительными предложениями).

9.2. Частные инвесторы (private equity)

Под этим нужно скромно понимать частный, собственный капитал. Часто он может происходить из собственной семьи или от друзей, а также на основании региональных инициатив. Отличие от Business-Angel состоит в том, что эти частные инвесторы предоставляют исключительно деньги и не вмешиваются в оперативный бизнес.

9.3. Ориентированные на поддержку общественные венчурные компании (Германия)

Под ними подразумеваются венчурные компании федеративных земель, находящиеся в отношениях прав собственности с соответствующими поручительскими банками. Такие

⁵ Понятие, применяемое для обозначения различных положений вещей. Здесь:

- Сумма, которую VCG выплачивает при Exit акционерам свыше стоимости уставного капитала.
- Разность между инвестированной суммой и полученной суммой VCG от продажи акций при Exit.

⁶ См. Лекция № 11 «Инструменты финансовых инвесторов», курсы «Start-up», «Внутренний финансовый консультант», «Финансовый консультант» в Программе «Инвестиции из Европы» www.finance-dms.com/st.seite2.html

компании имеются во всех федеративных Землях, и их действие ограничивается регионально. Эти предприятия имеют широкий фокус при предоставлении венчурного капитала и не ограничиваются отдельными отраслями. В большинстве случаев их участие имеет форму «тихого», за исключением случаев прямого участия. Вследствии ориентированного на «поддержку» участия, условия финансирования можно назвать скорее благоприятными. Однако предприятие, со своей стороны, должно предоставить поручительства или гарантии. Высота поддержки этими компаниями ограничивается, как правило, максимальной суммой в 1 млн. евро. Интересным является то, что предлагаемые этими компаниями программы, усиливающие позицию предприятия в собственном капитале, хорошо комбинируются с другими поддерживающими программами кредитного характера для учредителей предприятий.

9.4. Фонды сберегательных банков

Во времена наивысшей конъюнктуры венчурного капитала различные сберегательные банки (или сберегательные кассы) сформировали региональные и даже местные фонды. Они имели определённую поддерживающую направленность, которую можно усмотреть непосредственно в уставах самих банков. Сегодня число малых региональных фондов скорее снижается, так как значительные управленческие издержки во многих случаях не покрываются ожиданиями доходов на капитал. Дополнительно к региональным фондам существует *межрегиональный* фонд сберегательных банков, который хотя и действует как VCG, однако, как минимум частично, несёт в себе идею «поддержки» и не обязательно «следует» за VCG, чисто ориентированными на получение дохода.

9.5. Фонды коммерческих банков

Большинство коммерческих банков имеют собственные VCG, имеющие ясный, ориентированный на доход фокус, как и обычные VCG. В качестве таких венчурных компаний можно назвать в Германии Deutsche Venture Capital Gesellschaft mbH der Deutschen Bank AG, die Deutsche Beteiligungs AG или die HVB Beteiligungs GmbH der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG.

9.6. Corporate Venture

В области Corporate Venture действуют компании, учреждённые индустриальными предприятиями. По всем правилам такие VCG направляют свой «отраслевой» фокус на продукты и услуги, принадлежащие основной области деятельности предприятия-учредителя. Эти VCG создают для предприятий большие преимущества, так как в первую очередь критерием решения об инвестировании для них является не ожидание доходов, а польза для собственного, материнского предприятия. Таким образом, часто решение имеет «продукто-выраженную» мотивацию. Также преимуществом для предприятия является то, что при такой сделке оно находит не только финансовые средства, но и одновременно заинтересованного, потенциального клиента. Одновременно нельзя умолчать и о том, что также среди Corporate Venture имеются такие, которые действуют исключительно в целях получения дохода, но даже и имеющие поддерживаемую направленность. Последние представляют, правда, исключение из правил.

К Corporate Venture причисляются также случаи прямого участия индустриальной фирмы в капитале Start-Up без привлечения собственного VCG. Такие прямые участия практически всегда связаны с претензией на большинство в учредительном капитале, так что учредить теряет свободу действий.

9.7. Доходно-ориентированные VCG

Здесь речь идёт о классических венчурных компаниях. Их действия ориентированы исключительно на доходы, причём на максимально возможные. Часто фонды этих компаний образованы за рубежом и подпитываются иностранными институциональными и частными инвесторами. Пример таких VCG приведён на Фиг.1.

10. Собственный капитал для перенятия предприятий

Одной из особенно критических фаз для предприятия является смена собственника. Статистика показывает, что примерно 40% преемников приходят из семьи собственника, по 20% - передаются внутренним или внешним менеджерам. В остальных 20% предприятие продаётся другому предприятию, что часто приводит к остановке его деятельности.

Исследованиями установлено, что прежде всего установление контакта между владельцем и преемником предприятия имеет большое значение для успеха урегулирования преемственности. Часто желательно сопровождение процесса перенятия предприятия нейтральным консультантом.

Среди форм перенятия предприятий различают следующие⁷:

- Внутрисемейное, «классическое» перенятие членом семьи.
- **MBO** (Management-Buy-Out)
- **MBI** (Management-Buy-In)
- **LBO** (Leverage-Buy-Out)

MBO означает перенятие предприятия существующим менеджментом, имеющим более 10% доли в капитале предприятия. При **MBI** предприятие перенимается внешним менеджментом, также имеющим более 10% доли в капитале предприятия. При **LBO** предприятие перенимается большей частью инвесторами, предлагающими собственный капитал, а менеджмент имеет менее 10% доли в капитале предприятия. Так как различия между MBO/MBI определяется исключительно количественным фактором, в дальнейшем эти формы перенятия будут рассматриваться вместе.

Смена поколений в высшем менеджменте предприятия является во многих случаях не только эмоциональной, но и финансовой проблемой. Это справедливо в особом масштабе, если преемник приходит не из семьи владельца. К тому же, в более чем 30% случаев происходит не плановое, а «чрезвычайное» перенятие, например, вследствие несчастного случая, болезни или кончины прежнего собственника. Часто не остаётся времени, чтобы создать необходимую для перенятия финансовую «подушку». Но даже при давно запланированном, «нормальном» урегулировании вопроса преемника внутри семьи, часто возникает потребность в значительных суммах капитала, которая может составлять в некоторых случаях миллионы. При этом речь идёт не только о принятии во внимание стоимости предприятия, но также может возникнуть потребность в дополнительных финансах для выплаты выходящим из дела дольщикам или наследникам, покрытия налогов на наследство или дарение, проведения новых инвестиций или пополнения оборотного капитала.

⁷ См. Лекция 12 «Инструменты стратегических инвесторов», курсы «Внутренний финансовый консультант», «Финансовый консультант» в Программе «Инвестиции из Европы» www.finance-dms.com/st.seite2.html

В таких случаях легко случаются кризисы ликвидности, и участникам перенятия сразу приходит мысль о кредитном финансировании. Однако здесь часто выявляются проблемы, усиливаемые сегодняшним развитием кредитного рынка. Для кредитного финансирования необходимо сначала иметь взвешенное соотношение между собственным капиталом и обеспечением кредита. Дополнительно предприятие должно хорошо зарабатывать и показывать, по возможности, стабильное Cashflow для покрытия не только текущих расходов, но процентов и погашения кредита. Так как в качестве обеспечения часто служит только перенимаемое предприятие, кредитное финансирование возможно лишь частично. Это прежде всего действительно тогда, если предприятие принадлежит какой-либо рискованной отрасли и должно «выдержать» плохой отраслевой рейтинг, что в лучшем случае отразится на высоте процентов по кредиту. Часто домашний банк использует смену поколений в качестве причины «расставания» с предприятием, не отвечающим критериям риска. Тогда для предприятия становится вдвойне тяжелее найти другой банк.

В большинстве случаев, даже с принятием во внимание банковских кредитов и внесения менеджментом собственного капитала, остаётся некая финансовая «дыра». Закрытие этой финансовой дыры является, как правило, самой интенсивной и сложной частью концепции финансирования. При средних и крупных транзакциях без привлечения внешнего собственного капитала для финансирования и, тем самым, вообще для совершения сделки в большинстве случаев просто не обойтись. Рамочные налоговые условия также оставляют желать лучшего. Все размышления укладываются в одну интегрированную финансовую концепцию, которая должна удовлетворять трём главным требованиям:

- Финансирование должно быть посильным для предприятия
- Необходимо быть уверенным, что требуемые средства поступят своевременно и в нужном объёме.
- Финансирующая организация может ожидать соответствующий риску доход на инвестируемый капитал.

Для всех форм перенятия предприятия в будущем должна выбираться «финансовая смесь» из различных форм финансирования. При этом финансирование через принятие собственного капитала извне будет играть большую роль. Описанные выше формы перенятия MBO/MBI и LBO уже сегодня представляют собой сильный сегмент для VCG.

В последние 2-3 года на рынке венчурного капитала произошли сильные структурные изменения. Рассматривая фазы финансирования, сильно снизилась доля финансирования экспансии предприятий. Одновременно, не продолжилось возрастающее развитие финансирования Early-Stage (Seed и StartUp-Phasen) последних лет. Вместо этого возросла доля финансирования Later-Stage (MBO/MBI, LBO). Например, Союз немецких венчурных компаний (Bundesverband der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften, BVK) уже в 2001 году впервые отметил Buy-Outs как доминирующую фазу финансирования. При этом доли распределились следующим образом: MBOs – 13,7%, MBIs – 1,8%, LBOs – 21,8%. Доля финансирования Early-Stage снизилась напротив с 36% в 2000 г. до 26% в 2001г. В европейском сравнении, например, в Великобритании, Франции или Швеции, более половины всех инвестиций были направлены в Buy-Outs. Так как европейские рынки сильно различаются по своей структуре, выводы о будущем развитии рынка конкретной страны нужно делать весьма осторожно. Всё же можно предполагать, что под влиянием кризиса

рынка акций и информационной и технологической отраслей, до сих пор бывших предпочтительными клиентами венчурных капиталистов, последует ещё более сильное переориентирование последних на поздние фазы предприятия.

Огромные проценты роста, которые были возможны в последние годы в некоторых отраслях при учреждении новых предприятий, сегодня не могут более быть достигнуты. От этого выигрывают уже утвердившиеся на рынке предприятия, которым легче привлечь к себе внимание VCG. С этим и возникает возможность финансирования перенятия предприятий. Различные формы урегулирования преемственности поднимают, в принципе, похожие вопросы по финансированию. Во всех случаях должна последовать оценка предприятия, справедливая для обеих сторон. Три главные группы будут рассмотрены ниже отдельно с точки зрения их особенностей:

10.1. Внутрисемейное урегулирование вопроса преемника

Эта форма перенятия предприятия, как правило, менее интенсивна по затратам, чем другие. С одной стороны, с передачей предприятия могут удовлетворяться наследственные запросы, с другой – в урегулирование преемственности часто «встраивается» обеспечение по старости бывшего владельца, например, через оплату цены предприятия по схеме ренты. К тому же возможен текущий переход, что касается не только организационной стороны смены поколений, но и принимает во внимание финансирование в течении долгого периода времени. Здесь могут быть, прежде всего, использованы значительные «игровые пространства» для оформления сделки, в особенности 10-летний срок перехода собственности. Текущая смена поколений к тому же позитивно влияет на «непрерывность предпринимательства», что может предотвратить негативные последствия в кредитоспособности, во взаимодействии с клиентами и поставщиками.

При семейной передаче финансирование необходимо, прежде всего, для удовлетворения возможных наследственных претензий. Дополнительно нужно учитывать значительную налоговую нагрузку, которая может достигать границ финансовых возможностей предприятия.

10.2. МВО

МВО во многих пунктах имеет те же предпосылки и возможности, что и внутрисемейное перенятие предприятия. При передаче предприятия одному из долгое время работающих сотруднику/менеджеру также существуют как организационные, так и финансовые преимущества текущей смены поколений. «Непрерывность предпринимательства» во многих случаях обеспечивается. Проведение МВО требует тщательного планирования и много времени, так что подготовку желательно начинать за 5-10 лет перед запланированной передачей. При МВО менеджмент очень подробно знаком с перенимаемым предприятием. Он часто знает о существующих резервах, и поэтому при переговорах о цене предприятия готов говорить не только с помощью баланса. С другой стороны, прежний собственник чувствует себя часто счастливым, если его детище и имя будут жить дальше, хотя предприятие и не остаётся в семье. Можно наблюдать, что это обстоятельство приводит к готовности к финансовым компромиссам со стороны прежнего владельца, как например, неподстрахованная оплата цены предприятия в рассрочку. Подготовка к передаче предприятия может быть проведена долгосрочно, во время работы менеджмента на предприятии. Одновременно, можно предусматривать досрочную передачу долей предприятия. Также можно использовать наследственные или дарственные варианты передачи. Но как правило, цена предприятия должна выплачиваться полностью.

10.3 МВИ

МВИ напротив, в принципе управляется другими мотивами. Текущий переход собственности практически встречается редко. Так как покупатель приходит «из вне», обе стороны пытаются достичь оптимальной со своей позиции цены, которая к тому же, как правило, должна быть сразу оплачена. Поэтому переговоры о цене протекают более объективно с помощью цифр (баланса и пр.). Продавец должен использовать годы перед продажей, чтобы сделать баланс предприятия полностью прозрачным и внести в него все активы. Это важно прежде всего потому, что от этого часто зависит его обеспечение в старости. Инвентаризация, дальнейшие планы, цели, фирменный и финансовый статус, выразительный учёт затрат, орниеграмма, актуальные рыночные шансы и риски, профиль силы/слабости, а также рейтинг предприятия значительно влияют на его цену. Продавец при этом соответственно направляет балансовую и оценочную политику и пытается в течении трёх лет перед запланированной продажей показать возможно большую и стабильную прибыль.

Так как цена оплачивается немедленно, узкие места в финансировании также проявляются сразу. Разрыв «непрерывности предпринимательства» может вести к неуверенности у банков, клиентов, поставщиков и, не в последнюю очередь, у сотрудников, которые в конце концов имеют следствием дополнительную финансовую потребность или недосчитываются доходов. Следовательно, для перехода требуется также финансовые средства.

Для всех форм смены поколений могут быть использованы одни и те же поддерживающие возможности (программы). В рамках поддержки через кредитное финансирование перенятие предприятия оценивается, как правило, как одна из форм учреждения самостоятельного существования. Однако этих средств во многих случаях не хватает, поэтому во многих Землях Германии имеются программы прямого участия в малых и средних предприятиях. Они улучшают актуальные поддерживающие возможности кредитных программ и предлагают специальный «камень в фундаменте» для перенятия предприятий. Например, возможно предоставление капитала до 750.000 евро. Далее, может быть предоставлено отсутствующее обеспечение для банковских кредитов. Это часто является решающим фактором для продолжения деятельности предприятия, так как финансовая потребность во многих случаях выше, чем при учреждении новых предприятий. Общественные поручительства могут закрыть эти «дыры» до 70%.

Часто при перенятии предприятий возникают дополнительные, непредвиденные потребности в финансировании, могущие привести предприятие к финансовому кризису. Для таких случаев поручительские банки некоторых Земель предлагают ко-поручительство для приобретения необходимых производству инвестиций, которое может быть заявлено в течении первых 12 месяцев после перенятия предприятия. Во всех программах могут также поддерживаться по-шаговый переход долей предприятия новому собственнику в случае запланированного постепенного перенятия.

11. Критерии оценки венчурных капиталистов

Венчурные капиталисты оценивают проекты точно также, как и 3-4 года назад. Единственное отклонение – оценивают ещё критичнее⁸. Также и для Business Angels, вкладывающих деньги возможно из чистого интереса, бизнес-план, Exit –стратегия и оценка предприятия являются

⁸ См. Лекция №11.1.5 «Каталог критериев отбора венчурных проектов», курсы «Внутренний финансовый консультант», «Финансовый консультант» в Программе «Инвестиции из Европы» www.finance-dms.com/st.seite2.html

значительными факторами. Передаваемые документы ищущими капитал предприятия играют решающее значение для аквизиции собственного капитала. Они дают справку о профессиональности менеджмента предприятия. Одновременно они позволяют делать выводы о степени «спелости» проекта, способности предпринимателя представить себя и свой продукт, а также качество менеджмента при анализе рынка и, вытекающего из него финансового плана. Прежде чем будут отосланы комплектные документы, с венчурными компаниями должно быть подписано соглашение о нераспространении информации.

Ниже будут коротко освещены, без вхождения в детали, *только некоторые, специфические составные части* бизнес-плана. По теме бизнес-план имеется достаточно литературы, в том числе по европейскому формату⁹.

11.1 Специфические разделы бизнес-плана

11.1.1. Прошлое предприятия/учредителей

Для уже действующего предприятия здесь, само собой разумеется, должны быть упомянуты дата учреждения, правовая форма предприятия при учреждении и обосновано её возможное изменение. К этой правовой части также принадлежит короткое описание предыдущей деятельности или же бизнес-цели учреждаемого предприятия.

Представление предпринимателей/учредителей имеет особенное значение. Оно даёт инвестору обзор о компетенции менеджмента, а также о техническом Know-how, принадлежащим предприятию. Компетенция менеджмента является решающей для финансирования проекта или же его условий. Должны быть подробно представлены профессиональный/образовательный путь учредителей и распределение функций в предприятии. Если в состав учредителей должны быть приняты лица, уже имеющие доли в другом предприятии, тогда должны быть точно разъяснены личные и финансовые переплетения – особенно со стратегических позиций, так как стратегические партнёрства прежде всего в областях исследования и разработки и вступления на рынок играют большую роль.

В идеальном случае к бизнес-плану должен быть приложен 5-летний план и 3-х летний взгляд «назад» с такими важнейшими числами, как обороты, сотрудники, объёмы инвестиций, прибыль и развитие собственного капитала.

11.1.2. Исследования и развитие/Производство

В общем, при описании раздела «Исследования и развитие» необходимо исходить от компетенций предприятия в этой области. Эти компетенции для инновативных предприятий часто «принадлежат» отдельным сотрудникам, так что, наряду с описанием стратегии исследований и развития, необходимо дать представление о запланированной аквизиции высококвалифицированного персонала.

Из действий предприятия в области исследований и развития должно вытекать, что их результаты фактически и безусловно ориентированны на рынок. На основании высоких затрат, возникающих в этой области, претмуществом часто является проведение работ по исследованию и развитию совместно с партнёрами по кооперации. Это ведёт к увеличению суммарного Know-how и снижению расходов каждого из партнёров. Инвесторы оценивают

⁹ Настольная книга «Европейский бизнес-план» с запрограммированными Excel-таблицами для финансового плана", Макс Хайт, www.finance-dms.com/Buch2.html

такие союзы, как правило, положительно и рассматривают их как знак компетентности менеджмента. При партнёрствах в области исследований и развития необходимо назвать всех партнёров по кооперации, их функции и значение.

Также отношения с поставщиками должны быть представлены или, как минимум, очерчены. Подробное описание необходимо тогда, если существует особая зависимость от поставщиков. Процесс производства не должен быть описан в деталях. Речь идёт в основном о документации, подтверждающей эффективность расходной части процесса. Также личность менеджера по производству и его компетенция должны быть кратко описаны, если он не принадлежит к кругу учредителей.

11.1.3. Финансовые прогнозы/финансовый анализ

Финансовые прогнозы и анализ являются базисом проверки предложения по участию для VCG. При этом предприятие должно «держаться перед глазами» такую взаимосвязь: эти числа получаются из области маркетинга и, в особенности, из запланированного оборота и организации сбыта. При этом необходимо особенно учитывать согласованность данных в областях «рынок-маркетинг-финансы».

В начале раздела «Расходы» должно находиться краткое описание важных чисел по продуктам предприятия. Это развитие оборота на каждый продукт, развитие Cash-Flow, а также инвестиций и амортизации. Решающим при финансовом анализе однако является финансирование отдельных прогнозов. Это прогнозы прибыли/убытки, в которых уделяется особое внимание *объяснению* развития оборота и расходов. Наряду с ними большое значение имеет комментарий к развитию Cash-Flows, на основании которого производится принципиальная оценка проекта.

Для оценки риска проекта решающим значением обладает анализ чувствительности проекта в связи с определением точки окупаемости (Break-Even-Point). Целью является анализ предрасположенности проекта к колебаниям оборота/объёма производства и их возможному воздействию на Cash-Flow или же доходы. При этом должны быть просчитаны несколько вариантов с изменениями оборота и расходов. Подробное изложение приводится в приложении. В тесной связи с финансовым планированием находится планирование инвестиций. Здесь должно быть чётко показано, какие средства и для чего будут применены.

Так как VCG преимущественно проводят финансовый инвестмент (Finanzinvestment), важным переговорным пунктом является возможность продажи инвестором своих долей в предприятии. Это может быть, так называемая, «продажа с рук», Going-Public или IPO, а также в отдельных случаях обратная продажа долей через предприятие.

11.1.4. Предложение по участию для VCG

Из финансового анализа и прогнозов вытекает также предложение для участия инвесторам. Однако вопросом является следующее, должно ли быть сделано предложение при первом разговоре или даже установлено в бизнес-плане? С уверенностью можно сказать, что преимуществом было бы предварительно «промаркировать» рамочные условия и при этом, в особенности, потребность в капитале.

Важно также, если предприятие уже имеет предварительное согласие от других источников. Если по плану предприятия несколько VCG или общественный инвестор (поддерживающие программы) уже имеют соответствующие доли участия в финансировании, тогда инвестор,

которому направляется предложение, должен найти в бизнес-плане, как минимум, «свой» объём финансирования. Однако, сколько долей в предприятии будет продано за определённый объём инвестиций, определяется в дальнейших переговорах.

11.1.5 Перспективы/Виденье

Заключение в бизнес-плане представляет взгляд в будущее. Существенной составной частью здесь являются, так называемые, «вехи» (milestones), что означает описание важных этапов проекта в будущем времени. Также и здесь можно затронуть стратегические планы предприятия, выходящие за рамки 5-и лет.

11.1.6. Exit-стратегии

В финансовом отношении планируемые Exit-стратегии инвесторов также весьма интересны и для владельцев предприятия или учредителей, так как они в качестве дольщиков/акционеров должны её совместно с инвесторами реализовывать. Поэтому, в особенности молодые предприниматели, должны интенсивно заниматься этой темой. Надо иметь ввиду, что также возможные комбинации из различных Exits.

Основные формы Exits:

1. Выход на биржу (Going-Public или IPO).
2. Trade Deal (продажа с рук).
3. Обратный выкуп.

Для каждой из этих форм всегда имеются критические факторы, которые должны быть хорошо продуманы. Они изложены ниже:

11.1.6.1. Запланированный Exit через биржу

В этом случае оценка предприятия следует через прогнозируемую биржевую стоимость. Однако она является продуктом исключительно финансового планирования предприятия. Связь между финансовым планированием и прогнозируемой биржевой стоимостью устанавливается с помощью дисконтированного Cash-Flow или расчёта дисконтированного EBIT, принятого соотношения Курс/Прибыль, а также, так называемого, «hurdle-rate» как требуемого минимального роста в процентах. Каждый из этих пунктов имеет влияние на оценку проекта, но не является объективным и поэтому не подлежит переговорному процессу. Необходимо принимать во внимание:

- Предположения и допущения в финансовом планировании.
- Различные методы оценки на базе дисконтированного Cash-Flow или дисконтированного EBIT.
- Принятое соотношение Курс/Прибыль (Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV)-
- Принятую прибыль.
- Получающийся курс к дате эмиссии.
- Прогнозируемый доход на базе EBIT и/или Cash-Flow
- Норму дисконта (модель дисконтирования)
- Стоимость доли VCG к дате Exit.

11.1.6.2. Запланированный Exit через Trade-Deal

Trade-Deal – это продажа предприятия или его долей инвестором, в данном случае, без влияния на сделку со стороны остальных дольщиков. Оценка, как правило, следует через

прогнозы доходов в связи с моделями дисконтирования, например, Discounted EBIT – или Discounted Cash-Flow Modell. Необходимо принимать во внимание:

- Предположения и допущения в финансовом планировании.
- Различные методы оценки на базе дисконтированного Cash-Flow или дисконтированного EBIT.
- Норма дисконта (модель дисконтирования).
- Влияние налоговых норм.
- Влияние амортизации.
- Стоимость доли VCG к дате Exit.

11.1.6.3. Запланированный Exit в случае простого «тихого» участия и partiarischen Darlehen¹⁰

Случай «тихого» участия или partiarischen Darlehens (займ, ссуда) является комбинированным инструментом, часто применяемым VCG наряду с прямым участием. Эти модели весьма многосторонни, поэтому здесь будет приведена лишь «выборка» из них¹¹. Существенной составной частью этого способа финансирования является следующее обстоятельство: желает ли инвестор иметь твёрдый/переменный годовой процент или он согласен на одноразовое погашение, включая проценты на дату возврата инвестиций. Во втором случае молодое предприятие не теряет ликвидность в часто тяжёлой начальной фазе, но риск инвестора при этом возрастает. Важным критерием здесь является назначаемый процент, который возрастает с увеличением риска инвестора. Обычно назначаемый процент делится на запланированный процент роста проекта/предприятия плюс надбавку за риск. Необходимо принимать во внимание:

- Процент (твёрдый или переменный).
- Окончательную сумму обратно выплачиваемых инвестиций.
- Форму платежей (погашение и процент).
- Преждевременные платежи
- Высвобождение обеспечения/залогов/гарантий

11.1.6.4. Запланированный Exit через обратный выкуп долей

Эта форма предлагает молодым предприятиям возможность снова стать хозяином собственного предприятия после выхода инвестора. Так как финансирование обратного выкупа должно последовать, как правило, из собственных средств, шансы инвестора на прибыль здесь ограничены или же финансирование обратного выкупа проходит тяжело. В целом, имеется смысл однако прописать уже в договоре методы и дату оценки долей участия. Это создаёт уверенность в будущем планировании. В некоторых случаях представляется возможным согласовать только опцион на обратный выкуп.

11.1.7 Критические переменные для оценки проекта

Ниже приводятся критические составляющие оценки.

¹⁰ Partiarisches Darlehen – займ, при котором вознаграждение следует не в твёрдоустановленных процентах, а в твёрдо установленной доли от прибыли.

¹¹ См. Лекция 13 «Промежуточные финансовые инструменты-Mezzanine Kapital», курсы «Внутренний финансовый консультант», «Финансовый консультант» в Программе «Инвестиции из Европы» www.finance-dms.com/st.seite2.html

11.1.7.1. Принятое отношение «Курс/Прибыль» (KGV)

KGV в одной цифре объединяет информацию об ожидаемой прибыли и безопасности или же риске получения этой прибыли. KGV могут легко варьироваться, смотря по предприятию или отрасли, между 6-ю (предприятие с малыми шансами роста) и 20-ю или более (растущие предприятия). В целом, KGV считается весьма грубым инструментом оценки стоимости предприятия, однако наиболее часто применяемый инвесторами. Для нотируемых на бирже предприятий KGV публикуются в финансовых газетах. Его использование при определении стоимости предприятия охватывает три шага:

- Сначала оценивается ожидаемая прибыль на акцию для текущего или же эмиссионного года, и прежде всего для последующих финансовых лет.
- Следующим шагом расследуется фактор (мультипликатор), который выводится из KGV сравнимых, нотируемых на бирже предприятий. Но сначала должно быть выяснено, с помощью каких критериев вообще можно определить «сравнимость» предприятий. Может быть принято во внимание большое число таких индикаторов, как отрасль, продукт, размеры предприятия, структура имущества и капитала, рентабельность, структура оборота и клиентов, круг поставщиков, степень диверсификации и пр. После выбора критериев для каждого сравнимого предприятия определяется KGV. Из этих мультипликаторов оценщики выбирают репрезентативные величины, например, в форме средних мультипликаторов.
- Через мультипликацию определённого таким образом «взвешенного» KGV с оцениваемой прибылью на акцию, получается «взвешенный» курс акций для кандидатов на IPO.

Однако, при практическом применении этого числа встречаются различные проблемы. Выбор действительно сравнимых предприятий и определение «правильного» KGV представляет существенную проблему для оценки предприятия. Также между предприятиями одной отрасли могут иметься значительные различия. Для молодых, инновативных предприятий уже их отнесение к какой-либо определённой отрасли часто вызывает трудности, например, предприятие производит инновативные Software для торговли энергией (Software для энергетической отрасли). Через некоторые высоко инновативные предприятия вообще впервые возникают новые отрасли, как например виртуальные торговые дома Amazon или Ebay. Дальнейшие проблемы могут создавать различные оценки экономического развития сравниваемых предприятий, а также дифференцированные методы «очистки» показываемой прибыли. Трудности имеются также при принятии решения об «размещении» оцениваемого предприятия на шкале KGV, получаемой из сопоставления сравниваемых предприятий. Что нужно принять - простое среднее или же предприятие заслуживает более или менее высокое, чем среднее, KGV? Чтобы, как минимум, разрядить эту проблему в Германии рекомендуется применять единые правила для «очистки» прибыли – модели DVFA /SG (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse/Schmalenbach-Gesellschaft), а также использование средних оценок прибыли.

Чтобы уменьшить методические слабости применения KGV, используются схожие с KGV цифры. Например, альтернативами являются *отношение Курс/ Cash Flow*, как замена KGV (в сравнении с KGV менее подвержен воздействию различных методов амортизации) и *относительное KGV* (взвешенное KGV для определённого предприятия выводится из того, как KGV сравниваемого предприятия ведёт себя к KGV всего рынка).

11.1.7.2. Принятая прибыль

Чтобы определить «взвешенную» стоимость предприятия, наряду с KGV, необходимо расследовать или же оценить прибыль кандидата на IPO. Для молодых предприятий, находящихся ещё в фазе Start-up, релевантным является временной период от 5 до 7 лет. Хотя годовой отчёт предприятия передаёт картину его положения с доходами, однако не удовлетворяет требованиям инвесторов. Он является только исходным пунктом для оценки финансовой силы предприятия (способность предприятия генерировать доходы/прибыль из инвестированных в него ресурсов) и становится для инвесторов «выразительным» результатом только после соответствующей «очистки», а также присоединения дополнительной информации. Инвесторы оценивают будущий «прибыльный» тренд с принятием во внимание лежащих в его основании производственных (норма прибыли, цены и пр.) и финансово-экономических (квота собственного капитала, финансовая структура и пр.) рисков. Ожидаемая прибыль будет рассчитана по обычным для рынка капитала определениям (DVFA/SG), причём числа прошлого и плановые должны быть адаптированы определённой схеме. По DVFA/SG устойчивая финансовая сила предприятия должна быть очищена от чрезвычайных и необычных воздействий.

11.1.7.3. Результирующий курс к дате эмиссии

Курс эмиссии зависит от приемлемой для предприятия найденной цены и процедуры определения цены эмиссии. Известны три процедуры определения цены эмиссии:

- Процедура твёрдой цены
- Bookbuilding – процедура
- Аукционная процедура

Какая процедура будет избрана предприятием, зависит от того, к каким вкладчикам или же инвесторам должна быть обращена эмиссия. Если акции должны быть максимально рассеяны среди широкого круга преимущественно частных вкладчиков, предлагается процедура твёрдой цены. Здесь, на основании результатов оценки, рассчитывается фиксированная цена акций, предлагаемая затем инвесторам. Bookbuilding-процедура предлагает преимущества для институциональных инвесторов, так как они могут сделать своё предложение цены внутриценового коридора в 15-20%. В этом случае величина эмиссионного курса в большой степени зависит от инвесторов, что со стороны эмитента требует ведения интенсивного коммуникационного процесса с инвесторами. Эта процедура поставляет предприятию «картину» спроса на новые акции. На основании высоты и качества расследованного спроса, а также результатов оценки, эмиссионные банки устанавливают твёрдую цену на акции. При аукционной процедуре устанавливается минимальная цена без заранее определенной верхней границы, и инвесторы могут делать свои предложения любой высоты. Курс затем будет установлен по аукционному принципу.

11.1.7.4. Прогнозируемый доход на базе EBIT и/или Cash-Flow

Ожидаемые будущие доходы могут определяться как будущие потоки платежей (Cash-Flows) или как периодические «успехи» (EBIT). В практике оценки преимущественно применяется ориентированная на Cash-Flow процедура определения дохода (что соответствует основам инвестиционной теории). В качестве главного определяющего фактора будущего Cash-Flows рассматривается развитие оборота/объёма производства, на который прямо или косвенно «завязываются» все другие факторы. Некоторые эксперты для предсказания роста оборота рекомендуют сначала исследовать стратегическое позиционирование предприятия, чтобы суметь лучше определить специфичный для данного предприятия рост. Этим признаётся

большое влияние стратегического позиционирования предприятия на рынке на оценку предприятия. Затем должны быть оценены весь рынок и его рост, чтобы позволить найти границы потенциальных возможностей роста оцениваемого предприятия.

Прогнозы будущего Cash-Flow можно в общем производить на базе охватывающего планирования предприятия:

- В рамках этого планирования, исходя из целей и стратегий предприятия, разрабатываются самые различные, согласованные друг с другом «частичные» планы (как, например, план сбыта, план закупок, план производства, план инвестиций и финансирования), которые затем охватываются в одном интегрированном плане, включающем в себя план прибыли/убытки, план-балансы, план ликвидности. План прибыли/убытки служит в качестве первого индикатора размера ожидаемого Cash-Flow, а также базой привязанного к нему финансового плана¹².
- Во втором шаге, исходя из результатов плана прибыли/убытки, составляется финансовый план, чтобы суметь оценить потенциально достигаемый Cash-Flow в соответствующие периоды. Решающим при этом являются принятые допущения об ожидаемых инвестициях в основные средства и чистый оборотный капитал¹³, а также запланированное развитие кратко- и долгосрочной кредитной задолженности.

11.1.7.5. Процент дисконтирования

Как при традиционных методах оценки, так и в методе Discounted-Cash-Flow (DCF) применяется дисконтирование будущих доходов с, так называемым, процентом дисконтирования или же ставкой дисконта. В традиционных методах ставка дисконта определяется с помощью обычного для данной страны дисконтирующего фактора с приплюсовыванием рискованной надбавки, а при методе DCF – с помощью моделей рынка капитала рассчитывается норма стоимости капитальных расходов или же капитала.

Наиболее часто применяемым методом является брутто-метод, базирующийся на свободном Cash-Flow. Будущие Cash-Flows дисконтируются с взвешенной нормой стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital – WACC). При этом в будущем устанавливается постоянная степень задолженности на базе рыночной стоимости. Взвешенная норма стоимости капитала должна соответствовать взвешенным средним расходам на собственный и заёмный капитал. Для практических расчётов, в общем, рекомендуется следующая формула:

$$C^{WACC} = k_{FK} \leftrightarrow (1-s) \leftrightarrow \frac{FK}{GK} + k_{EK} \leftrightarrow \frac{EK}{GK}$$

где:

C^{WACC} - взвешенная норма стоимости капитала

FK - рыночная стоимость заёмного капитала (проценты)

¹² Финансовый план показывает инвестиции и другие позиции потребности в капитале, а также планируемые/имеющиеся в распоряжении финансовые средства для покрытия этих потребностей.

¹³ Net Working Capital – разница между оборотным капиталом и краткосрочной кредитной задолженностью и представляет собой «финансовую массу для маневра» предприятия.

- EK** - рыночная стоимость собственного капитала
- GK** - рыночная стоимость общего капитала
- s** - норма налога на доходы предприятия
- k_{FK}** - норма расходов на заёмный капитал
- k_{EK}** - норма дохода на капитал, требуемый инвестором

Норма расходов на заёмный капитал расследуется исходя из применённых в прошлом процентов по кредитам с принятием во внимание их будущих изменений. Определение нормы дохода на капитал, требуемый инвестором следует на базе Capital Asset Pricing Model (САРМ). Для этого требуются допущения о базовом проценте безрисковых инвестиций, будущей премии за рыночный риск и будущего бета-фактора предприятия. Базовый процент безрисковых инвестиций принимается в большинстве случаев на уровне актуальных процентов государственных займов. Премия за рыночный риск может быть рассчитана как разница между рыночным процентом дохода на капитал и выбранным базовым процентом безрисковых инвестиций. Она касается только общего предпринимательского риска (в смысле систематического), который подвержен влиянию через высоту базового процента безрисковых инвестиций, конъюнктурных прогнозов, налогово-политических мероприятий и т.п. Бета-фактор – это мера систематического риска определённой ценной бумаги, например, акции. Он измеряет волатилитет¹⁴ акции в отношении ко всему рынку. Бета-факторы публикуются для котируемых на бирже предприятий, а также для определённых отраслей.

11.1.7.6. Различные методы оценки на базисе Discounted EBIT или Discounted Cash-Flow

Смотря по определению используемых для оценки Cash-Flows и норм дисконтирования могут различаться несколько DCF-методов:

- Брутто –метод („Entity-Approach“)
- Нетто-метод („Equity-Approach“)
- Adjusted Present Value-Verfahren (APV)

Как уже упоминалось, наиболее часто применяемым методом является брутто-метод, базирующийся на свободном Cash-Flow (Free Cash-Flow), находящемся в распоряжении как кредиторов, так и инвесторов (предоставляющих собственный капитал). Free Cash-Flow определяется по следующей схеме:

Табл. 5

	Прибыль перед уплатой налогов и процентов
-	Налог на предприятие
+	Амортизация
+/-	Дотации/ликвидация задолженностей
=	Брутто Cash-Flow
-	Инвестиции в основные средства
+/-	Увеличение/снижение нетто оборотных средств

¹⁴ Размер колебаний курса и доходов ценной бумаги или валюты в определённый период времени. Рассчитывается с помощью нормальных отклонений по историческому развитию курса акции или по определённой формуле. Принципиально считается, что ценная бумага с высоким волатилитетом связана с высоким риском.

=	Free Cash-Flow
----------	-----------------------

Будущие Cash-Flows дисконтируются с вышепредставленной взвешенной нормой стоимости капитала (WACC) и, таким образом, получается рыночная стоимость общего капитала. Если можно исходить из того, что предприятие в будущем будет удерживать приблизительно постоянную структуру капитала, и расходы на заёмный капитал (на основании налоговой выгоды) в каждый период в полном объёме действуют как фактор экономии, применение брутто-метода можно считать имеющим преимущества перед другими методами. В качестве особенного преимущества этого метода называются стремление Free Cash-Flows к «нейтралитету» по отношению к формам финансирования и не требуемые периодо-специфические прогнозы изменений состояния кредитной задолженности. Это ведёт к тому, что Free Cash-Flows дисконтируется с постоянной во времени взвешенной нормой стоимости капитала, и можно отказаться от включительного планирования Cash-Flows из заёмного финансирования.

При нетто-методе подвергаемые дисконтированию Cash-Flows соответствуют получаемой предприятием чистой прибыли, которая находится в распоряжении *только* инвестора, предоставившего собственный капитал, и обозначаемая Flows to Equity. В противоположность брутто-методу учитываются также будущие проценты по кредитам (включительно происходящее от них воздействие на налоги), а также изменение состояния кредитной задолженности. Между Free Cash-Flows и Flows to Equity имеется следующая зависимость:

Табл. 6

	Free Cash-Flow
-	Проценты по кредиту
+	Экономия налога на предприятие из процентов по кредиту
+	Увеличение кредитной задолженности
-	Погашение кредитной задолженности
=	Flows to Equity

Так как Flows to Equity предназначена только инвесторам, она будет дисконтирована с требуемой инвестору ставкой дисконта собственного капитала, которая в свою очередь определяется на базе модели рынка капитала (см.п.11.1.7.5.) В целом, оценка при нетто-методе кажется более транспарентной, чем при брутто-методе.

При методе Adjusted Present Value (APV) расследуется рыночная стоимость общего капитала с допущением, что предприятие полностью финансируется самостоятельно. Сначала определяется рыночная стоимость необременённого задолженностью предприятия, а затем повышение этой стоимости (стоимость экономии из налога из-за процентов по кредиту). Сумма указанных стоимостей образует рыночную стоимость общего капитала обременённого кредитной задолженностью предприятия. APV-метод предлагает преимущества, если исходят из предположения, что структура капитала предприятия со временем сильно изменится. Изменения структуры капитала не оказывают обратного воздействия на рыночную стоимость необременённого задолженностью предприятия, и принимается во внимание только при её повышении.

12. Какой собственный капитал в какой фазе развития предприятия?

Этот пункт может служить предпринимателям в качестве критерия выбора инвестора и ответа на вопрос: «Какой инвестор вообще соответствует моему предприятию?». Можно сохранить себе время и средства, исключив из списка тех инвесторов, которые и без того не подходят для конкретного бизнес-намерения.

К сожалению, сегодня разложить инвесторов «по полочкам» не так просто, как, скажем, два года назад. Так как венчурный рынок сильно сокращается и смещается, VCG сегодня готовы скорее входить в такие суммы финансирования, которыми они два года назад даже не интересовались. Новые предложения или Business Angels также не позволяют себя точно идентифицировать.

12.1 Предварительная информация о венчурных компаниях

Если предприятие собирается привлечь инвестиции в собственный капитал, обстоятельное «занятие» венчурными компаниями является уместным. С одной стороны, это сэкономит ему «разочарование» от частых отказов, а с другой, предприятие на основании полученной информации может целенаправленно адаптировать бизнес-план к конкретным венчурным компаниям. Венчурные компании часто информируют о себе и своих инвестиционных предпочтениях – это некий реликт, помогающий соориентироваться предприятиям и оставшийся от времён преувеличенной «ярости» в финансировании. Однако, предприятия при «детективном поиске» инвестора очень часто обращаются к консультантам.

12.2. Portfolio венчурных компаний

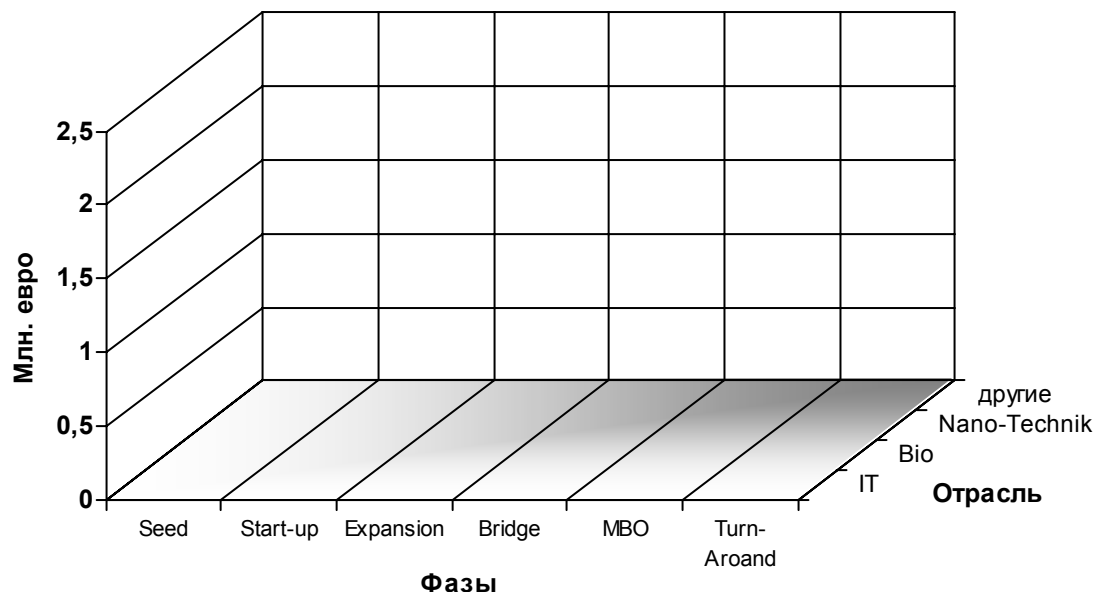
Вопреки возможной неуверенности при поиске и выборе потенциальных инвесторов существуют, однако, три параметра, с помощью которых можно ограничить круг поиска:

1. *«Центры тяжести» деятельности.* Их имеют многие, в особенности, ориентированные на доход VCG. Это обслуживание только определённых отраслей. В этих отраслях VCG уже выстроили свой набор Know-how.
2. *Объёмы финансирования.* Как правило, венчурные компании публикуют граничные цифры своих инвестиций. Например, общественные VCG как mbg GmbH «входят» с суммой только до 1,0 млн. евро и, в исключительных случаях, с большей. Программа BTU Start-Up лимитированна суммой в 1,5 млн. евро. Ориентированные на доход VCG обычно «входят» с большими суммами.
3. *Фазы финансирования.* Информация о предпочитаемых фазах финансирования имеется практически всегда. Однако здесь предприятие должно быть осторожным: многие VCG указывают, например, активность в Seed-Phase, что затем просто не подтверждается. Nota bene: Pre-Seed- и Seed- фазы почти никто больше не финансирует!

12.3 Выбор потенциальных венчурных инвесторов

Из описанных выше трёх параметров предприятие может построить для себя трёх-пространственный растр, по которому оно может «выстраивать» потенциальных венчурных инвесторов:

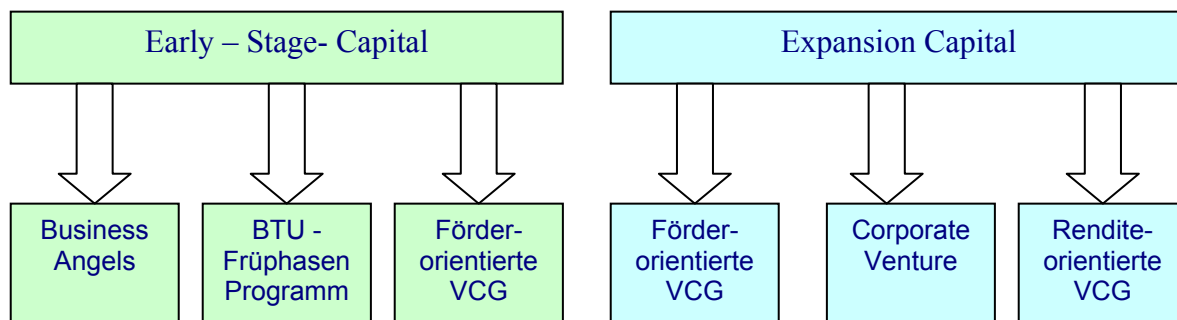
Фиг.2. Растр потенциальных инвесторов



12.4 Типичные венчурные капиталисты для определённых фаз

Типы венчурных капиталистов можно «привязать» к определённым фазам финансирования, как показано на Фиг.3, с оговоркой, что в сегодняшней ситуации границы между ними несколько расплывчаты:

Фиг.3



12.5. Ситуация сегодня

Как сегодня изменилась ситуация, может рассказать следующий пример:

В начале этого года состоялся один из Venture-Capital-Workshop, организованный известной в Германии консалтинговой компанией. На этом мероприятии представлялись 10 предприятий, ищущих собственный капитал. Все они были предварительно отобраны, проверены и подготовлены для презентации кооперирующей консалтинговой компанией. Все 10

предприятий провели презентацию на высоком профессиональном уровне. Во всех случаях презентацию осуществлял высший менеджмент предприятий. При этом бросалось в глаза, что все предприятия находились на рынке уже минимум 1 год, частично до 3-х лет, и показывали позитивный Cash-Flows. То есть, они сами и их продукты уже утвердились на рынке. Речь шла исключительно о финансировании последующих проектов или же экспансии (*Expansionsfinanzierung, Expansion Capital*). Объёмы запрашиваемого финансирования, в основном, находились в диапазоне 0,5 – 1,5 млн. евро. Один проект, как исключение, требовал 3,0 млн. евро. В зале находились 25 представителей также «отобранных» венчурных компаний, продолжившие контакты с менеджерами предприятий после общей презентации.

Пример показывает, что преимущественная доля объёмов финансирования пришлась на определённые фазы и суммы, которые ещё три года назад VCG вероятно не стали бы даже подвергать соответствующей проверке. Так меняются времена.

13. Переговоры с венчурными компаниями

Переговоры с венчурными компаниями представляли собой до сих пор более или менее типизированный процесс, который будет представлен ниже. Но сначала должна быть собрана предварительная информация, как например, указано на стр.30. Также было бы полезным вступить в контакт с предприятиями-референтами, если это возможно.

13.1 Вступление в первый контакт

Здесь действует правило: «тёплый контакт» лучше «холодного». Это означает, что если к венчурной компании обращаются через знакомого ей консультанта или, например, посредством участия в каком-либо конкурсе бизнес-планов, это во всех случаях лучше, чем хотя и дружественное, но полностью «анонимное» письмо с приложенным бизнес-планом.

В общем, в этой фазе достаточно передать только некий сокращённый вариант бизнес-плана или выразительное Executive Summary. Различные VCG также не хотят иметь больше для первого контакта. Здесь ещё раз становится ясным решающее значение Executive Summary: исключительно на основании прочтения этого документа венчурный капиталист решает, захочет ли он иметь дальнейшую информацию или нет. Поэтому Executive Summary должно быть написано с максимальной тщательностью.

В рамках углубления контакта с венчурными капиталистами при проявлении ими интереса необходимо согласовать протокол о неразглашении. При согласовании протокола о неразглашении предприятию или учредителям должно быть, разумеется, ясно, что он часто стоит «не дороже бумаги», на которой написан: если другое предприятие приходит на рынок с тем же продуктом, той же идеей или инновацией, тогда на предприятии лежит обязанность доказать, что это другое предприятие получило информацию из бизнес-плана, переданного ранее VCG. Во всех случаях, такое доказательство практически невозможно. Однако автор считает, что подписание протокола о неразглашении может подтвердить серьёзность венчурного капиталиста.

13.2 Необходимые приложения

После передачи Executive Summary в рамках первого контакта и далее при проявлении ими интереса должен быть передан полный вариант бизнес-плана со всеми приложениями. Он должен быть как можно подробным.

В последние годы любимой «игрой» VCG было постоянно запрашивать полный бизнес-план. Предприятия не должны позволить себе от этого попасть под «сильное впечатление». Такие запросы делаются часто только для того, чтобы проверить, способно ли предприятие быстро и полностью их «обслужить» и этим подтвердить свою способность адекватно реагировать на предположительно неожиданно возникающие ситуации.

13.3 Подготовка к переговорам

Если после просмотра бизнес-плана и всех затребованных затем дополнительных документов VCG проявит дальнейший интерес, тогда назначается личная встреча, на которой будет представлен проект. В большинстве случаев – это первый личный контакт между VCG и менеджментом предприятия. Здесь будут оцениваться личности менеджмента. Поэтому решающим является то, чтобы во встрече приняли участие все ответственные за принятие решений менеджеры предприятия.

Представление проекта должно быть хорошо подготовлено и перфектно визуализировано в файлах Power-Point. Разумеется, что также здесь должен быть подготовлен полный, невизуализированный вариант презентации. Иногда случается так, что VCG для тестирования менеджмента, требует не использовать никаких вспомогательных презентационных материалов, а представить проект исключительно устно. Презентация не должна быть черезчур «технична». Менеджмент должен всегда держать во внимании, что большинство инвесторов являются не «технарями», а экономистами. Эти экономисты должны понимать продукт. Эту публику не интересуют никакие технические детали какой-либо инновации. Для проверки технической реализуемости они всё равно привлекут соответствующих экспертов. Следовательно, на такой презентации важнейшими критериями для принятия решения VCG являются *рынок, польза для клиентов и компетенция менеджмента*, и эти три комплекса должны быть представлены убедительно.

13.4 Поведение на переговорах

Предприятия, ищущие капитал, не являются «просителями». У них имеется хороший продукт и убедительная концепция (минимально необходимая предпосылка!). С другой стороны, если они даже займут позицию «просителя», то всё равно не получают финансирования. Следовательно, востребованна уверенность в себе в самой высокой «форме». Но также и любая форма заносчивости или пренебрежения, которую раньше можно было часто наблюдать у различных предприятий New Economy и тогда не приводящих к успеху, в нынешней ситуации является просто «убийственными». В этой связи, снова и снова выделяется «негативное» поведение, если предприниматель на презентации представляет не только рынок, пользу клиентов и оборот, но и детально подсчитывает, какие проценты на капитал может заработать VCG с приведением всех финансово-экономических показателей. *Свои доходы должен оценивать сам VCG*. Как раз в сегодняшней ситуации такое поведение считается неуместным.

В любом случае необходимо убедительно демонстрировать открытость менеджмента и «командный дух» по отношению к венчурным фирмам. Даже если речь идёт о предприятии, состоящем из одного лица, должна быть продемонстрирована способность работать в

команде, так как минимум последующие годы будут или должны быть проведены в одной команде с VCG.

13.5. Letter of Intent (LoI)

После успешной презентации и подтверждающегося, дальнейшего интереса со стороны VCG, будет, как правило, представлено Letter of Intent (LoI). LoI – это объявление намерений об участии со стороны VCG, но всё ещё не договор об предоставлении инвестиций. Надо иметь в виду, что 70-80% предприятий после подписания LoI, однако, не получают финансирования, так что радости по поводу подписания LoI бывают часто преждевременными.

Всё же LoI может нести в себе некоторые правовые положения. Эти положения не имеют характер договорных обязательств, но содержат ответственность за преддоговорные задолженности (*culpa in contrahendo*). Без вхождения в детали, можно сказать, что речь идёт о претензиях о возмещении убытков для обеих подписавших LoI сторон. В качестве обязывающих составных частей LoI, как правило, служат те, которые содержат понятие «эксклюзивности». Это означает, что предприятие обязуется вести дальнейшие переговоры только с этим VCG. Так как именно с этого момента при классической аквизиции капитала VCG начинает расходовать свои деньги. Венчурная компания поручает аудитору проверить финансовое состояние и балансы. Она поручает экспертам проверить техническую реализуемость и инновативность. Нередко для таких аудиторов и консультантов легко расходуются суммы выше 50,0 тыс.евро. Поэтому заинтересованность VCG в эксклюзивности объяснима и законна.

Разумеется, такая эксклюзивность не может быть предоставлена «навечно»: 5 или 6 недель должно быть достаточно. Не должно происходить такого, что предприятие при аквизиции собственного капитала будет заблокировано, например, в течении полугода, чтобы затем получить отказ и начинать всё снова. Это может вести к банкротству. Так же нужно принимать во внимание, что произойдёт в случае не-финансирования. Некоторые VCG пытаются переложить расходы за проведение экспертиз на предприятие, что является сегодня неактуальным.

14. Содержание договора/Срок у нотариуса

После подписания LoI и проведения детальной Due-Diligence предприятия с соответствующими экспертными заключениями и пр. проводятся переговоры по содержанию договора о предоставлении инвестиций и назначается срок его подписания у нотариуса. Сложные пункты этого договора будут освещены ниже. Данная фаза взаимодействия с инвестором означает: сейчас предприятие должно вести переговоры жёстко, но с осторожностью.

До начала переговоров инвестор постоянно внушает (так и должно быть), что обе стороны являются одной командой: мы хотим совместно достичь успеха на рынке, мы хотим вместе заработать много денег. Это тоже правильно. Но с момента начала переговоров стороны заинтересованы не в общем успехе, а каждая из них заинтересована в получении *для себя* как можно большего дохода на капитал при Exit. Интересы противоположны, а сидящий напротив – «противник». Стороны должны вести себя друг с другом осторожно и серьёзно, в особенности важно - без эмоциональных «перегрузок».

Здесь достигнут пункт, в котором предприятие, в конце-концов, должно взять деньги в свои руки. В этой фазе оно должно побеспокоиться об адекватных, правовых и налоговых консультациях, чтобы не быть полностью беззащитным перед профессионалами из VCG. Такие переговоры ведутся жёстко и часто несут в себе «разочарующий» привкус для предприятия. Они также могут быть затяжными. Тем не менее, чтобы прийти к адекватным результатам, переговоры должны вестись серьёзно, компетентно и корректно.

Также вопреки риска возможной потери „Deal“ (сделка) из-за жёсткости переговоров, они должны продолжаться. Предприниматель, который готов не глядя подписать любой предложенный инвестором договор, можно с уверенностью сказать, не производит на него хорошего впечатления. При подписании дальнейших договоров в более поздних фазах развития предприятия, когда инвестор уже находится в «одной лодке», он также может вести себя недифференцированно, как и при подписании первого договора, что может иметь значительные последствия для предприятия.

14.1. Сложные пункты договора

Насколько разными могут быть ищущие капитал предприятия, настолько же многообразными являются соответствующие договоры. Поэтому здесь не может быть предложен идеальный тип договора, но может быть исключительно указано на возможно снова и снова недооцениваемые моменты при их оформлении.

В целом можно сказать, что в этой фазе предприятие должно привлечь поддержку, чтобы не подвергать себя ненужным налоговым и экономическим рискам при оформлении такой исключительно комплексной «материи», как договор.

14.2. Преамбула

Преамбула «опережает» текст договора и служит исключительно для его толкования. Так как она не содержит каких-либо обязывающих частей договора, она, соответственно, часто недооценивается. В своей роли – толкование последующих параграфов договора – преамбула всё же обладает важной функцией: здесь даётся точная информация для идентификации и описания бизнес-цели, в чьём свете затем будут рассматриваться последующие параграфы договора. Другими словами, в преамбуле задаётся цель – «куда должно быть направленно путешествие», тогда как в параграфах договора скорее описывается моментальная ситуация и взаимные права и обязательства.

Краткие примеры:

- «Предприятие имеет концепцию развития семейства приборов ху-системы. Эти продукты базируются на ...».
- «На переднем плане усилий находится развитие зрелых для серийного производства ху - базирующихся продуктов. Они состоят из ...».
- «Предприятие владеет всеми правами, исходящими из регистрации патента Р 0815 ...»
- «Разработка серийной продукции и введение на рынок системы требует оборотных средств, которые соответственно приложению бизнес-плана должны быть представлены инвесторами.».

14.3. Финансирование

В этом пункте устанавливается сумма финансирования, а также урегулируется, сколько долей уставного капитала в рамках его повышения будет принадлежать инвестору. Наряду с

повышением уставного капитала, которое составляет обычно относительно низкую сумму, существенной частью является аджио (Agió), которое как собственный капитал выделяется предприятию инвестором. Эти деньги находятся в распоряжении предприятия. Они, в большинстве случаев, учитываются в балансе в «свободных резервах» и могут быть использованы в соответствии с договором. Если планированием предусмотрено, что необходим второй «круг» финансирования, имеет смысл упомянуть эту деталь уже в договоре.

Пример:

«Все стороны этим уже согласовали, что в первом квартале 2007 года должен состояться второй круг финансирования с участием одного или нескольких индустриальных инвесторов. Все стороны согласованно исходят из того, что стоимость предприятия для этих участия в зависимости от его финансового и экономического развития не должна быть ниже 5,0 млн. евро.»

14.4. Гарантии

Инвестор, как правило, затем требует от предпринимателя или же предприятия гарантии. Такие гарантии представляют собой очень подробный и тщательно сформулированный текст, занимающий иногда до 5-и страниц. В отношении гарантий необходимо поступать с большой осторожностью, так как с принятием на себя гарантии за «состояние» возлагается также ответственность за «случайность». Здесь нужно попытаться очень точно сформулировать границы действия гарантии и однозначно согласовать, что только в этих границах она будет действительна. Гарантии – это щекотливая тема. Например, невозможно в связи с гарантией сослаться на какое-либо приложение в бизнес-плане.

14.5. Ответственность по гарантиям

Естественно, в случае невыполнения обязательств предприятием, наступают последствия от действия гарантии, что в принципе нормируется законодательством. Однако, в договоре также определяется процедура вступления гарантии в «действие».

В качестве примера могут действовать следующие формулировки:

„При заключении этого договора Lead-Investor и Co-Investor исходят из правильности представленных предприятием и действующими владельцами (акционерами) данных и гарантий. Предприятие и действующие владельцы гарантируют в форме независимого гарантийного обещания, невзирая на задолженности, что следующие данные в день заключения договора являются полными и правильными: ...

... Если названные выше гарантии, заверения или обеспечения в смысле настоящего договора не соответствуют действительности или не оправдываются, инвесторы могут потребовать каждый для себя, чтобы предприятие или действующие владельцы после истечения достаточного срока, но не позднее 10 недель после поступления требования, восстановили положение, при котором их выполнение будет обеспечено. В случае невозможности соответствующего договору положения в течении указанного срока или если такое восстановление невозможно, инвесторы могут потребовать каждый для себя денежное возмещение убытков. Под убытками понимается разность стоимостей имущества между гарантированным и фактическим положениями или же, в случае если такая разница не может быть определена, оцениваемые расходы для достижения гарантированного положения».

Эти положения могут быть дополнены правами на выход из договора:

«В случае, если такая сумма возмещения убытков не может быть определена, существуют разногласия в её величине или предприятие или действующие владельцы не могут оплатить сумму убытков в течении 4-х недель после поступления требования о возмещении убытков, каждый из инвесторов может выйти из договора. Дальнейшие требования о возмещении убытков после выходы из договора не исключаются.»

14.6. Call-Option / Put-Option

В договоре уже при Agio устанавливаются определённые «вехи» (Milestones) для его выполнения. Следствием недостижения этих «вех», с одной стороны, может быть, что получение инвестором права и возможности выйти из договора. В этом случае также вступает в действие, так называемый, опцион «Put-Option». Put-Option означает, что предприятие или действующие владельцы при недостижении предпосылок одной из «вех» обязано в определённых рамках бесплатно передать инвестору акции/доли. Напротив, Call-Option говорит, что в случае перевыполнения задания одного из «вех», предприятие может потребовать от инвестора бесплатной передачи акций/долей. Call-Options обычно предоставляются инвесторами очень редко и неохотно. Здесь предприятию необходимо проявить соответствующие навыки в переговорах.

14.7. «Негативные разъяснения» к Due-Diligence

В Due-Diligence проверяются договора, рассматриваются документы и «исследуется» предприятие в целом¹⁵. Инвестор никогда не может быть уверен в том, что он ознакомлен со всеми процессами, и что со стороны предприятия были раскрыты все факты или ничего не было «забыто» и т.п.

Поэтому к Due-Diligence со стороны предприятия требуются, так называемые, «негативные разъяснения». Они затрагивают, например:

- учредительные документы;
- информацию об уставном капитале (доли, полностью оплаченные доли, принцип распределения и пр.);
- несогласие третьих лиц/ «нагрузки» (условно переданные доли капитала/подставные лица, залоги, обязательства и пр.);
- договора (обязывающие к исполнению предприятием);
- исполнение договоров (если такие договора существуют, исполнены ли они?);
- права на интеллектуальную собственность (патенты/марки и пр. действительно фактически и неоспоримы?);
- страховки (действующие или заключающиеся для страхования менеджерских рисков);
- правовые споры или процессы;
- собственность на предметы имущества (кому возможно принадлежат?);
- наличие неуказанных задолженностей и пр.

14.8. Превращение в акционерное общество

¹⁵ См. Лекция №6 «Due-Diligence», курсы «Внутренний финансовый консультант», «Финансовый консультант» в Программе «Инвестиции из Европы» www.finance-dms.com/st.seite2.html

Наиболее часто в Германии (да и в СНГ) предприятия имеют правовую форму общества с ограниченной ответственностью (GmbH, O.O.O.). Если финансируется предприятие в форме GmbH, то для Exit через биржу потребуются его превращение в акционерное общество (AG, AO). Обязательства по такому превращению вносятся в договор. К тому же требуется дополнительное урегулирование для превращения в акции долей участия в капитале сотрудников предприятия, Business-Angels и пр.

14.9. Именения устава

В договоре исходят из того, что устав предприятия должен будет претерпеть большие изменения. Например, должен быть введён Наблюдательный Совет, урегулированы условия принятия решений на собрании акционеров, права отдельных акционеров и пр. В любом случае в уставе будут затронуты пункты по контроллингу и отчётности.

14.10. Особенность: микс- участие

Микс- участие часто имеет значительные последствия. Здесь предприятие, по обстоятельствам, может быть поставлено в «невыгодное положение». Ещё раз разъясним на примере, приведённом на стр. 4. Принято, что из ожидания hurdle-rate в 50% и стоимости предприятия в 37,5 млн. евро, инвестору передаются капитальные доли предприятия в размере 20%. Остаток суммы инвестиций в размере 1.487.500 евро составляет «тихое участие». Если представить себе, что бизнес-план выполняется с точностью до указанных деталей (что почти никогда не происходит), то инвестор только через уставной капитал уже достиг свои необходимые и «выторгованные» hurdle-rate в 50%. Если после этого последует Exit, то на пути вдруг оказывается ещё и «тихое участие» в размере 1.487.500 евро. На него, естественно, также будет начислен процент, и оно должно быть выплачено инвестору. Итак, под чертой, инвестор получает не оговоренные 7,5 млн., а от 9 до 10 млн. евро. Это следует на основании проведённых переговоров, в которых такая сумма вовсе не была затронута. Другими словами: достаточно было бы отдать 15-16% уставного капитала, или нужно было ввести урегулирование, как поступать с «тихим участием» при достижении «вех» и целей.

15. Новые стратегии для ищущих капитал

Из предыдущего изложения этой брошюры получается, что, в особенности, учредители предприятий, при поиске собственного капитала должны действовать принципиально по другому. Если даже у кого-то три года назад могло создаться впечатление, что финансирование можно получить на основании исключительно одной идеи, то сегодня для получения финансирования потребуется значительно большего.

15.1. Планирование предприятия для учредителей

Проекты Pre-Seed- и Seed сегодня практически не финансируются венчурными компаниями. Следовательно, здесь требуется совершенно другие действия. Конечно же, в этом отношении учредители также видят себя в другой ситуации, так как фактор времени не является больше решающим. Лозунги типа «Не добрые пожирают плохих, а быстрые сжирают медленных» оказались принципиально ошибочными. Сценарии из фильмов ужасов типа «другое предприятие, получившие венчурный капитал, может «украсть рынок» больше не являются релевантными, как, например, было на ближайшем переходе веков. Конкурирующие предприятия имеют те же проблемы при финансировании.

Исходя из этого «заднего фона», учредители должны продумать, как они смогут «приготовить» свой продукт сначала на «маленьком огне», чтобы утвердить себя на рынке.

Итак, больше не требуется миллионных расходов для финансирования «всеохватывающей» стратегии вступления на рынок. Возможно достаточным будет иметь первых клиентов, которые обеспечат предприятию пусть «некомфортабельное» выживание, однако создадут шансы не только для продажи идеи, но также и для создания утвердившегося на рынке с собственным продуктом предприятия. Так в будущем всё большее значение приобретают пилот- или референц-клиенты.

Пример:

Одно предприятие хотело выпустить новые решения в определённом рыночном сегменте E-Commerce. Предприятие было учреждено с собственным капиталом и снабжено Mezzanine-Kapital в общей сумме 110.000,0 евро. Были заключены договора на покупку необходимых предприятию Software. Также были разработаны планы и концепция финансирования., которые требовали общего финансирования в размере нескольких миллионов.

В 2001 году финансирование не было получено из-за общей ситуации с венчурным капиталом. После этого, через приобретение заказанных Software, набора необходимого персонала, а также текущих расходов в период поиска финансирования и переговоров с потенциальными инвесторами, собственный капитал был почти полностью израсходован. Предприятие радикально снизило все расходы до минимума.

В это время был привлечён один пилот-клиент, который приобрёл первый продукт исключительно по цене издержек. Этим предприятие получило первого клиента и демонстрационный продукт, который можно было предъявлять дальнейшим клиентам. Очень довольный результатом проекта пилот-клиент, в рамках постоянного расширения и продолжения пилотного проекта, превратился в постоянно платящего клиента. Приобретённый опыт смог быть реализован в генерирование дальнейших доходов через обучение и Workshops для других фирм. Дополнительно к этому, все находящиеся в распоряжении предприятия мощности были брошены на приобретение следующих пилот-клиентов в сравнимых рыночных сегментах, так что была медленно расширена клиентская база. При этом предприятие получило шанс в процессе медленного, стабильного роста, в одиночку, финансироваться и расти самостоятельно только из получаемого Cash-Flow – без какого-либо внешнего финансирования .

Наглядность данного примера заключается в том, что «достаточным» началом может являться приобретение и обслуживание первых клиентов. Иными словами, учредители малых предприятий должны сначала «испечь маленькие булочки». Предприятия не могут «закрыться» от такой реальности, что идеи в Seed-фазе практически больше не финансируются. Но с пилот- или референц-клиентами финансирование фазы экспансии через венчурный капитал вполне представимо.

Но для предприятий, требующих приличных расходов на проведение исследований и разработок, данный пример не может так просто функционировать. У них финансовая ситуация тяжелее, так как, как правило, им требуется значительно больший финансовый «толчок», чтобы вообще суметь выйти из Seed-фазы. Они могут попробовать преодолеть финансовую недостаточность через кооперацию с коллегами по разработке. Для осуществления расходов на проведение исследований и разработок им необходимо войти в кооперацию с другими предприятиями, университетами или исследовательскими

институтами¹⁶. Для финансовой поддержки таких коопераций в Европе и Германии действуют соответствующие программы.

Разумеется, для таких учредительских проектов в Seed-фазе существуют также возможности финансирования собственного капитала через «настоящих» бизнес-ангелов или региональные поддерживающие фонды. Но нельзя умолчать и о том, что «настоящие» бизнес-ангелы очень редко показывают своё настоящее «лицо». Значительно чаще под их именем скрываются венчурные компании, проводящие скорее обычное венчурное финансирование. Для учредителей желательнее было бы получить начальный финансовый «толчок» необходимой силы от региональных фондов венчурного капитала, который бы позволил им приобрести пилот- или референц-клиентов и провести дальнейшие действия по приобретению собственного капитала. Такой собственный капитал также необходим, чтобы отвечать требованиям дальнейшего кредитного финансирования по нормам Basel II. Использование средств региональных фондов венчурного капитала можно наблюдать, но, к сожалению, достаточно редко.

15.2. Рекомендации по действиям на основании Basel II

Устоявшимся средним предприятиям, которые для финансирования в долгосрочной перспективе нуждаются в собственном капитале в дополнение к классическому кредитованию, можно в первую очередь рекомендовать ориентироваться (в рамках подготовки к его привлечению) на задания рейтинга.

При рейтинге по Basel II принимается во внимание долгосрочный и правдоподобный прогноз. Поэтому важно рассматривать развитие стратегии, планирования и контроллинга как непрерывный процесс, а не как одноразовую акцию. Только согласованная «картина» всех областей предприятия даёт в результате хорошую оценку в рейтинге. Необходимо показать, что требуемые данные предоставляются не только единственно для рейтинга, а что по этим данным управляется предприятие. Предприятия будут стараться улучшить свой рейтинг, чтобы таким образом снизить расходы по кредитованию. Другими словами, они будут непрерывно заниматься своими сильными и слабыми сторонами и анализировать их.

Знание важных критериев рейтинга является принципиальной предпосылкой для нацеленной политики предприятия в оптимизации своего рейтинга или же расходов на финансирование. Ниже приводятся четыре основополагающие детерминанты рейтинга:

1. Ожидаемый уровень прибыли:

Настоящий и ожидаемый в будущем уровень прибыли важны для того, чтобы определить, сможет ли предприятие исполнить свои обязательства по выплате процентов и самого кредита. Оценка настоящего и прогнозируемого уровня прибыли или же „Free Cash flows“ опирается при этом, в существенном, на анализ годовых отчётов, например, расчёт прибыли с оборота и общего капитала, а также на стратегически ориентированные потенциалы успеха, например, конкурентные преимущества, определяющие будущий уровень прибыли.

1. Риски предприятия:

В качестве риска понимают возможность отклонения от ожидаемых данных. В контексте рейтинга при этом интересна величина таких отклонений от ожидаемого уровня прибыли.

¹⁶ См. брошюру «High-tech МСП: проблемы и решения на опыте Европы». Max Hait, www.finance-dms.com/hightech.html .

Она позволяет себя интерпретировать, например, как амплитуда отклонений и может быть измерена через показатели «стандартное отклонение» или Value-at-Risk¹⁷. Здесь сначала потребуется идентифицировать и оценить важнейшие риски предприятия, например, объём обычных конъюнктурных колебаний спроса, а затем эти риски агрегатировать. С помощью общего объёма риска предприятия может быть оценено, как велика вероятность того, что фактический уровень прибыли предприятия будет значительно ниже ожидаемого настолько, что становится невозможным обслуживание капитальной задолженности из оперативного бизнеса.

2. Структура финансирования и потенциал покрытия риска:

Структура финансирования предприятия, в особенности соотношение собственного капитала к различным видам заёмного, важно для определения того, в каком объёме предприятие может обслуживать капитальную задолженность и какой потенциал покрытия риска находится у него в распоряжении.

Потенциал покрытия риска предприятия зависит, с одной стороны, от его «снабжения» собственным капиталом (для покрытия возможных убытков), с другой стороны – от имеющегося в распоряжении ликвидного пространства (для покрытия оттока ликвидности при наступлении рисков). Объём потенциал покрытия риска имеет всегда большое значение тогда, когда для ожидаемого уровня прибыли и данной ситуации с риском вероятность убытков или же недопокрытой ликвидности особенно высока.

4. Транспарентность и достоверность предприятия:

При знании ожидаемого уровня прибыли, связанных с ним рисков и потенциала покрытия риска, было бы принципиально возможным определить вероятность «выпадения кредита» (невозврата) и вывести из этого адекватный рейтинг. К сожалению, для этого на практике всегда недостаточно полных данных. Поэтому необходимо частично привлекать экспертов, чьё мнение весьма важно для определения рейтинга предприятия. Так как кредитные институты при очень ненадёжных данных и/или в случае сомнения исходят из худших вариантов оценки критериев, в интересах предприятия, с одной стороны, через надёжные системы (как систематические контроллинг и менеджмент риска или введение Balanced Scorecard) создать надёжную основу поставки данных, а с другой – посредством открытой коммуникационной политики поддержать собственную достоверность в отношении своего банка.

При разработке рейтинг-стратегии предприятие должно подумать об определённых «пунктах» воздействия, через которые можно благоприятно повлиять на рейтинг. Действия, направленные на улучшение коммуникации с банком¹⁸ или усиление сбыта, имеют такое же значение для рейтинга, как и выстраивание системы «риск-менеджмент» или снижение зависимости от «ключевых» личностей. В целом, для улучшения рейтинга предприятия необходима широкая палитра мероприятий. Почти все эти мероприятия с предпринимательской точки зрения имеют смысл и повышают стоимость предприятия. Из этой перспективы развитие рейтинг-стратегии ни в коем случае нельзя отнести к избыточным, бюрократическим, обязывающим «упражнениям». Тема „Basel II и Rating“

¹⁷ Обозначение наибольшей потери стоимости инвестиционного портфеля, которая может быть приемлимой в заданный период времени и для заданной вероятности. Обозначает также концепцию менеджмента риска, применяющего этот показатель.

¹⁸ См. Лекция №5 «Оптимизация ситуации с банком», курсы «Start-up», «Внутренний финансовый консультант», «Финансовый консультант» в Программе «Инвестиции из Европы» www.finance-dms.com/st.seite2.html

должна послужить поводом для разработки осмысленных мероприятий по усилению предприятия.

15.3. Внешний рейтинг как критерий для собственного капитала

Среднее предприятие, которое, как описано выше, позиционировало себя для привлечения собственного капитала, может улучшить свою переговорную позицию через внешний рейтинг. Внешний рейтинг проводится рейтинг-агенствами. Преимущественно, его проведение происходит по инициативе предприятий, которые намереваются рефинансироваться на рынке капитала. Внешний рейтинг применяется для передачи инвесторам рынка капитала объективной картины предприятия, и этим служит для них помощью в принятии инвестиционного решения. Проведение рейтинга «причиняет» предприятию одноразовые расходы, а также расходы для его текущей перепроверки.

Внешний рейтинг предлагает возможность более лёгкого приобретения кредитного финансирования. С одной стороны, легче поменять или выбрать другой банк, а с другой – легче приобрести займ на рынке капитала через выпуск облигаций или же собственный капитал через выпуск акций. Разумеется, нужно принимать во внимание как высокие расходы на внешний рейтинг, так и необходимый объём выпуска займа (как правило минимальный около 5 млн. евро). В целом, опубликованный внешний рейтинг повышает международную «сравнимость» предприятия и этим привлекает для международных инвесторов. Это может быть одним из выходов для устранения хронической недокапитализации. Отсюда объективные рейтинги, в особенности для средних предприятий, могут принести хорошие преимущества. Учредители бизнеса, в отношении рейтинга, стоят перед проблемами, так как во всех случаях они ещё не могут обладать позитивной кредитоспособностью.

15.4 Какие возникают расходы?

Как одноразовое проведение рейтинга, так и дальнейшая его актуализация вызывают расходы для получателя кредита. Расходы на одноразовый, внешний рейтинг часто превышают 30,0 тыс. Евро. Специально для средних и малых предприятий были учреждены «благоприятные» рейтинг-агенства, например, как Euroratings AG и RS Rating Services AG), чьи расходы составляют от 11,0 тыс. евро. К тому же существуют недорогие, базирующиеся на Интернете рейтинговые процедуры стоимостью от 5,0 тыс. Евро, а Creditreform планирует проводить «статус-рейтинг» от 2,5 тыс. евро. (данные цены приведены по состоянию на 2002 год без претензий на их полноту и достоверность). Но эти расходы, в целом, позволяют распознать, что проводить внешний рейтинг имеет смысл тогда, если с его помощью могут быть достигнуты более благоприятные условия кредитования, чем с помощью внутреннего рейтинга, или предприятие намеревается выпустить достаточно большой облигационный займ или акции. Но как раз для утвердившихся предприятий, которые должны финансировать Buy-Out или урегулировать вопрос преемника, это также может служить средством для приобретения капитала. Для принятия решения о проведении рейтинга или в находясь процессе подготовки к нему, предприятия в любой фазе развития могут производить, так называемый, «саморейтинг»¹⁹. Саморейтинг – это по сути внутренний банковский рейтинг, проводимый самим предприятием,- отвечает на вопрос, а готово ли предприятие к получению

¹⁹ См. Лекция №5.6.4 «Процедура присвоения рейтинга», курсы «Внутренний финансовый консультант», «Финансовый консультант» в Программе «Инвестиции из Европы» www.finance-dms.com/st.seite2.html

внешнего/ рейтинга и на какой рейтинг оно может рассчитывать. Знать заранее ответ - значит сократить или избежать ненужных расходов.

16. Заключение

Обобщая вышесказанное, можно подчеркнуть, что в некоторых областях приобрести собственный капитал будет значительно тяжелее, в других эта возможность, напротив, расширяется. Учредители предприятий должны искать новые пути и больше не могут положиться на то, что наличие только одной хорошей идеи приведёт к собственному капиталу. Нынешние условия таковы, что предприятия должны очень сильно «поработать». Если удастся, пусть и в незначительном объёме, «зацепиться» за рынок, то это означает создание предпосылок для дальнейшего приобретения собственного капитала.

Нельзя умолчать о том, что сегодня путь к утверждению на рынке из-за экономической ситуации и сдержанности финансовых институтов, в особенности кредитных, несравнимо тяжелее, чем , скажем 10 лет назад.

Средние предприятия и среди них, в особенности, регулирующие вопросы преемника, оказались в центре интересов поставщиков собственного капитала (венчурные компании, фонды), так что здесь открываются новые шансы и в будущем будут фаворизироваться решения „Buy-Out“.

Вопреки конъюнктурной ситуации и встречающихся проблем, предприятия не должны «прятать голову в песок»: хотя Neue Markt как биржевой сегмент развалился и «слой» венчурного капитала сильно «похудел», однако финансовые институты приобрели взамен ценный опыт. Не только негативный опыт, но и опыт того, как нужно прокладывать дорогу к финансированию инновативным предприятиям.

Во времена улучшения конъюнктуры и нормализации экономической ситуации, собственному капиталу принадлежит будущее: на основании освещения ситуации в контексте Basel II предприятиям имеет смысл активно переориентироваться на эту форму финансирования. Однако необходимо, чтобы не только предприятия анализировали ситуацию, но и ответственные за принятие решений политики создавали соответствующие экономические и политические рамочные условия.

Автор надеется, что эта брошюра укажет предприятиям на определённые возможности и, таким образом, им будет оказана посильная помощь при поиске капитала.