



LEONARDO DA VINCI Transfer of Innovation

Проект по програма „Леонардо да Винчи“:

**„Разработване на приложни курсове, основани на обмен на
обучителни иновации в областта на финансите и мениджмънта, за
допълнително обучение на предприемачи и специалисти в Латвия,
Литва и България”**

МОДЕЛИ И ИНСТРУМЕНТИ ЗА ФИНАНСИРАНЕ

***Д-р Мариус Керсис
Витаутас Магнус Университет
Каунас, Литва***

2010

С Ъ Д Ъ Р Ж А Н И Е

Въведение

1. Финансов мениджмънт в компанията

1.1. Създаване на стойност в компанията

1.2. Роля на главния финансов директор

1.3. Организация на финансите

Резюме

Ключови термини

Допълнителна литература

Въпроси свързани с прегледа/контрола и проблеми

2. Вземане на решения във финансите

2.1. Стъпки при вземането на решения

2.2. Разделяне на решенията по инвестиции и финанси

2.3. Критерии за създаване на стойност

2.3.1. Нефинансови критерии за създаване на стойност

2.3.2. Период на изплащане

2.3.3. Нетна текуща стойност

2.3.4. Вътрешна степен на възвращаемост

2.3.5. Икономическа печалба

2.3.6. Етапни модели за решения по дейността

2.4. Проектно финансиране като управление на портфолио

Резюме

Ключови термини

Допълнителна литература

Въпроси свързани с прегледа/контрола и проблеми

3. Финансово прогнозиране и моделиране

3.1. Планирането в сравнение с бюджетирането, в сравнение с прогнозата

3.2. Съставяне на проформа отчети

3.2.1. Прогнозиране на продажби

3.2.2. Прогнозиране на баланса и нуждата от външно финансиране

3.3. Оценка на нуждата от финансиране

3.4. Степен на устойчив растеж

3.5. Сценарий при прогнозирането

3.6. Случай: разработване на spreadsheet модел (команда в MS Excel)

Резюме

Ключови термини

Допълнителна литература

Въпроси свързани с прегледа/контрола и проблеми

4. Повишаване на фонда

4.1. Критерии за оценка на източниците на финансиране

4.2. Подготовка на бизнес план

4.3. Стегнат преглед/представяне (Elevator pitch)

Резюме

Ключови термини

Допълнителна литература

Въпроси свързани с прегледа/контрола и проблеми

5. Дългосрочни финанси – 1: Финанси на екуитета

5.1. Задържана печалба

- 5.2. Въпроси свързани с правата
- 5.3. Финанси на екуитета от рисков капитал
 - 5.3.1. Финансиране на ниши
 - 5.3.2. Финансиране от бизнес ангели
 - 5.3.3. Рисков (смесен) капитал
- 5.4. Публично оферирание: повишаване финансите на екуитета чрез пазар на екуитета
- 5.5. Публични фондове, като източник на външно финансиране
- Резюме
- Ключови термини
- Съответни уеб-сайтове
- Допълнителна литература
- Въпроси свързани с прегледа/контрола и проблеми
- 6. Дългосрочни финанси – 2: Финансиране с дълг
 - 6.1. Дългосрочен дълг
 - 6.2. Лизинг
 - 6.3. Корпоративни облигации
 - 6.4. Хибридни финанси
- Резюме
- Ключови термини
- Съответни уеб-сайтове
- Допълнителна литература
- Въпроси свързани с прегледа/контрола и проблеми
- 7. Краткосрочни финанси: финансови инструменти за управление на работния капитал
 - 7.1. Основни понятия в управлението на работния капитал
 - 7.2. Търговски кредит
 - 7.2.1. Търговски кредит като източник на финанси
 - 7.2.2. Застраховка на търговския кредит
 - 7.2.3. Акредитив
 - 7.2.4. Други инструменти за сигурно плащане
 - 7.3. Овърдрафт
 - 7.4. Комисионерство
 - 7.5. Инструменти за управление на излишъкът от пари
- Резюме
- Ключови термини
- Допълнителна литература
- Въпроси свързани с прегледа/контрола и проблеми

ВЪВЕДЕНИЕ

Мотивация за разработване на курса

Проучване на членовете на проектен консорциум към Конфедерацията на работодателите на Латвия и Българската търговско-промишлена палата показва необходимостта от допълнителни курсове за обучение.

Новаторско съдържание на курса

Курсът е разработен да включва следното новаторско съдържание:

- Ключови понятия на бизнес финансите, финансовия анализ и увеличаване на фонда, които се обясняват от гледна точка на приложната перспектива;
- Приложни проблеми, случаи и теми за дискутиране, с цел развитие на компетенциите и уменията и увеличаване на финансите в бизнес компаниите;
- Дадени са обобщения в края на всеки раздел, което помага за проверка и контролиране на придобиването на знания, по време само-обучението;

Новаторски методи на обучение на курса

Курсът е разработен така, че да използва следните новаторски методи на обучение:

- На разположение е електронна платформа с методи за интерактивно изучаване и интерактивна оценка;
- Активно използване на проучване на случаи и централизирано изучаване от страна на участниците;
- На разположение е модулна форма;
- Използване на две форми на обучение – самостоятелна подготовка и обучителни консултации;
- Наличие едновременно на няколко езика

Обект на Курса

Курсът е предназначен за бизнес мениджъри, или финансови специалисти от нефинансовия сектор, които имат някакъв опит в областта на финансите. Курсът е адаптиран за предприемачи и специалисти в областта на финансите и мениджмънта от Латвия, Литва и България, а по-нататък, той може да се използва за разработване на умения в подобни групи в други европейски страни.

Курсът изисква някакви предварителен познания на принципите на финансовото осчетоводяване и базовите понятия на финансовия мениджмънт.

Курсът е предвиден за 32 академични часа (2 кредитни точки).

Цел на курса

Светът на финансите е доста сложен. От една страна, той изисква някакви специфични познания и умения. От друга страна, в бизнеса като подкрепяща функция, финансите не трябва да се считат като въпрос само за специалисти. Финансите са част от комплекта инструменти, които всеки мениджър трябва да използва за разбиране и разрешаване на бизнес проблемите. Познанията по финансовите въпроси дава възможност на мениджърите да разберат как да влияят на процеса на създаването на стойност, което е сърцевината на всеки бизнес,

прогнозата и мерките за извършването на бизнес и за преразпределяне на ресурсите, за неговото подобряване.

Целта на курса е да:

- помогне за разширяване на знанията в областта на бизнес финансите, финансовите инструменти и източниците;
- осигури допълнителни знания и да подобри уменията при вземането на решения, свързани с бизнес финансите.

След успешното приключване на курса, предприемачите и специалистите по финанси / мениджмънт ще добият представа за ролята на финансите в съвременните организации, ще могат да оценяват нуждите от финансиране в техните организации, да вземат решения относно разпределянето на финансовите ресурси, на базата на критериите за създаване на стойност, да идентифицират и избират източниците на финанси и инструментите, подходящи за техните нужди.

Методи на оценка

Всеки раздел на курса дава възможност за тестване на знанията на курсистите, под формата на въпроси и по-сложни проблеми. Видът на въпросите включва въпроси за попълване на отговорите, също и сбор от въпроси, от които да се избере правилния. Проблемите включват калкулации, изграждане на аргументи при вземането на решение и др.

Резюме на Курса и методи на оценка

Курсът предоставя на курсистите широки познания по ключови теми, от областта на бизнес финансите и тяхното приложение в бизнес компанията. Акцентът пада върху практическото приложение на знанията – по време на курса, предприемачите и финансовите специалисти имат възможност да моделират, оценяват и дискутират ситуацията в тяхната собствена фирма.

Този курс може да се комбинира с други професионални курсове на обучение, разработени в проекта.

1. ФИНАНСОВ МЕНИДЖМЪНТ В КОМПАНИЯТА

Съдържание

- Създаване на стойност във фирмата
- Роля на главния финансов директор
- Организация на финансите

1.1. Създаване на стойност във фирмата

Бизнесът може да има различни цели. Най-популярните от тях са следните:

- максимизиране на печалбата;
- максимизиране на възвръщаемостта върху вложения капитал;
- оцеляване;
- дългосрочна стабилност;
- растеж;
- задоволяване (което означава, че бизнесът по-скоро трябва да търси и да даде най-задоволителната възвръщаемост върху вложеното от всички ангажирани, отколкото да търси максимизиране на възвръщаемостта на всеки един по отделно);
- максимизиране на богатството на акционерите.

Максимизирането на богатството на акционерите се счита като най-подходящата цел, тъй като тя обхваща стимулите за ефикасност, дългосрочното развитие и създаване на стойност. Богатството на акционерите на една компания е стойността на монетарния пазар на интересите на неговите собственици. В компания, която е регистрирана на борсата, стойността на акционера се калкулира много просто, като продукт на цената на всяка акция по броя на останалите (неуредени) акции. В компания, която не е в регистъра е по-трудно да се открие нейната пазарна стойност, тъй като трябва да се изчисли цената, на която акционерите могат да продадат своите авоари (вложения).

Максимизирането на богатството на акционерите е отговорност и задължение за всички мениджъри. Това е така, поради няколко причини:

1. Метрична система за ефективен бизнес. Сред метричните системи за поставяне на цели и измерване на изпълнението/работата (например нарастване на продажбите, печалбата, паричния поток и др.), създаването на стойност на акционера е най-изчерпателната метрична система за бизнеса.
2. То позволява широка децентрализация. Максимизирането на стойността на акционера е достатъчно да гарантира, че всеки мениджър действа в името на най-добрия интерес на корпорацията и за всеки собственик на корпорацията – независимо от разликите в тяхното богатство и преференции.
3. Има силата да обединява всички вложители, ангажирани в бизнеса: служители, клиенти, доставчици, държавни власти, собственици и др.
4. Акцентирайки върху стойността на акционера е начин да се използва външния натиск за извършване на непрекъснати промени и подобрения. То помага на компаниите да контролират конкурентоспособността на своите операции, да наблюдават внимателно инвестициите си и да определят областите, които трябва да се реорганизируют и т.н.
5. Създаването на стойност отговаря на положителното, прогресивно и мотивиращо поведение. Това е въпрос на търсене на възможности, създаване на алтернативи, определяне на ситуации, обновяване и т.н.

Максимизирането понякога е свързано с такива отрицателни отношения, като алчност и краткосрочно мислене. Обаче, трябва да сме наясно с някои аспекти, които правят максимизирането на стойността на акционерите, правило:

- Стойността на акционерите днес се максимизира в рамките на кооперативната система. Трудно е да си представим компания, която да не се грижа за своите клиенти, служители, или други вложители и въпреки това да създава стойност.
- Целта е непрекъснато да се максимизира стойността, което да бъде устойчиво за дълъг период от време.
- Максимизирането на стойността на акционерите означава, да вършиш максималното, което всеки може да направи в обстоятелствата, в които се намира. Това не е да се опитваш да достигнеш някакъв абсолютен теоретичен максимум.

Създаването на стойност се реализира в различни бизнес контекста:

- Ангажимент за растеж;
- Ангажимент за иновации;
- Ангажимент за нови бизнес проекти и процеси;
- Ангажимент за промяна и обединяване;
- Поставяне на цена на стойността (например търгуване цена/обем, промени в микса на продукта);
- Преговори;
- Управление на работата;
- Управление на риска и гъвкавост.

Във всеки от тези контекста, мениджърите се сблъскват със следните финансови проблеми и решения (за по-подробно описание виж Раздел 1.2.):

- инвестиране или разпределяне на ресурсите / ре-дистрибуция;
- решения за финансиране;
- управленски решения.

Измерването (преценката) на работата е едно от най-важните управленски отговорности на финансовите мениджъри, защото то влияе на начина по който се държат хората. Собствениците на компаниите искат критериите (мерките) за работата да се изравнят с максимизирането на стойността на акционерите, цел която е лесна за изричане, но трудна за изпълнение.

Фигура 1 определя широко разнообразие от мерки/критерии за изпълнение, които компаниите могат да използват. Изборът на една за използване всъщност не е непосредствено очевидна. Първо, ние имаме печалба за акция, или растеж в печалбата за акция. Това не задоволява почти нито един от критериите. Това предполага, че ако една компания се нуждае от две валутни единици на капитала за генериране на една единица в печалбата, а друга се нуждае само от една, тогава пазарът ще определи една и съща стойност и за двете, защото те отчитат една и съща печалба. Друг проблем е, че печалбата е с кратък срок, по своето естество.

Възвръщаемостта върху инвестиция капитал (ROIC) е по-изчерпателен коефициент, защото той е продуктът на два ключови драйвера на стойността (оперативен марж и оборот на капитала). Дефиницията на ROIC преди данъка е

$$ROIC = \frac{EBIT}{\text{продажби}} \cdot \frac{\text{продажби}}{\text{инвестиран капитал}}$$

Когато се използва за оценка на изпълнението (работата) на бизнес единицата, възвръщаемостта върху инвестиция капитал (ROIC) поощрява поведение на събиране на реколтата на капитала. По-лесно е за мениджъра да позволи обезценяване на капитала под неин контрол, отколкото да инвестира в нова доходност на капитала. Тъй като тя събира реколтата на бизнеса, възвръщаемостта върху инвестиция капитал се повишава, защото сумата на инвестиция капитал се приема, че има стремеж нагоре. Обаче, базата на капитала се обезценява и приемайки, че спадът в продажбите не е толкова лош, колкото спада на базата на капитала, тогава възвръщаемостта върху инвестиция капитал ще бъде наред. Спредът на възвръщаемостта върху инвестиция капитал над преценената средна стойност на капитала (WACC) има същия проблем. Мениджмънтът не може да влияе на преценената средна стойност на капитала, така най-лесният начин да се повиши възвръщаемостта върху инвестиция капитал е да се позволи базата на инвестиция капитал да се обезцени.

Като част от мениджмънта на базата на очакванията, възвръщаемостта върху инвестиция капитал е полезна, защото тя проследява назад всички позиции в отчета за доходите и баланса.

Икономическата печалба, измервана с EVA[®], помага да се облекчи поведението на събиране на реколтата, чрез умножаване на спреда по сумата на инвестиция капитал. Често четем, че когато икономическата печалба е положителна, въпросната бизнес единица създава стойност за акционерите. Обикновено работата не стои така, защото икономическата печалба не се опитва да инкорпорира очаквания.

За създаване на стойност за акционера е необходимо и достатъчно за компанията, или бизнес единицата да надмине очакванията на акционера. Като цяло, базираният на очаквания мениджмънт е най-добрият краткосрочен критерий / мярка за работата на мениджмънта. Проучване показва, че този критерий е в силно съотношение с общата възвръщаемост за акционерите.

Основният недостатък на всички, споменати преди това критерии за работа е, че те са основно възгледи за един период от света. Този въпрос се разрешава от метода на сконтирания паричен поток (DCF).

Анализът на реалната опция е супер комплект на сконтирания паричен поток. Повечето компании вникват в нещата от този вид анализ, първоначално на проектно ниво, въпреки че въпроси като това дали да се излезе или влезе отново в границите на бизнеса, и определени аспекти на обединения и изкупуване на предприятия (опцията да се разширява, или напуска изкупен бизнес) са обичайни действия.

Фигура 1. Сравнение на метричната система на работата на компаниите

		Никаква балансова информация	Поощрява поведение за събиране на реколта	Не е свързано с обща възвращаемост към акционерите	Краткосрочно	Не успява да оценява гъвкаво
Печалба на акция	$EPS = \frac{\text{Нетен доход}}{\text{Брой акции}}$					
Растеж на печалбата на акция	$\Delta EPS = \frac{EPS_t - EPS_{t-1}}{EPS_{t-1}}$					
Възвращаемост върху инвестиция капитал	$ROIC = \frac{EBIT}{I}$					
Възвращаемост върху екуитета	$ROE = \frac{\text{нетен доход}}{\text{екуитет}}$					
Спред	ROIC - WACC					
Икономическа печалба (EP) или EVA®	$EP = (ROIC - WACC) \cdot I$					
Растеж на икономическата печалба	$\frac{EP_t - EP_{t-1}}{EP_{t-1}}$					
Мениджмънт базиран на очаквания	$EMB\ TM = EP - EP$					
Скантиран паричен поток	$DCF = \sum_t \frac{CF1_t}{(1+r)^t}$					
Анализ на реалната опция		Най-сложната мярка				

Проверка Въпрос 1

Кои метрични системи за изпълнението (работата) се използват във вашата компания? Какви са изводите от тяхната употреба в дейността на компанията?

1.2. Роля на главния финансов директор

През 20-ти век, главният финансов директор (CFO) първоначално е завеждащ регистър, отговарящ за вътрешните сметки и финансовите отчети на компанията за акционерите и регулаторните органи. Тази роля е все още обичайна за по-малкия бизнес в Азия, Латинска Америка, Африка и Източна Европа. Но в големия мулти-бизнес, мулти-национални компании, главният финансов директор е един от висшите (топ) участници при вземането на решения, който стои наред с главния изпълнителен директор (CEO) и главния оперативен директор.

Решенията, за които главният финансов директор може да бъде отговорен, спадат към три категории: инвестиционни, финансови и управленски решения (такива като преценка на работата и планиране на стимули) (виж Фигура 2).

Фигура 2. Решения, за които главният финансов директор може да бъде отговорен



Управленските решения, които главния финансов директор взема, включват преценка на работата на бизнес единиците на фирмата, поставяне и преглед/проверка на бюджетите, планиране на стимули, които са съвместими с работата и връзки с инвеститора за съобщаване на намеренията и резултатите за външния свят. Главният финансов директор обикновено е отговорен за това, фирмата да спазва всички разпоредби (за околната среда, здравеопазването и безопасността, данъците, посредничеството и законите). Другите висши служители от планирането, бюджетирането, човешките ресурси и юридическия отдел ще се отчитат на главния финансов директор по тези въпроси. Финансовите мениджъри, които изпълняват тези функции, в по-малките фирми понякога се наричат Директори по финансовите и административни въпроси.

Втората област са финансовите решения. Главният финансов директор е отговорен за одитирането на финансовите отчети на фирмата; оттук отговарящият за контрола се отчита на него, както и външните одитори. Той е отговорен и за източниците и използването на средствата. Това означава, че той трябва да препоръча структурата на капитала (смесица от дълг и екуитет) и политиката за дивидентите (процентът на изплащаните дивиденти) на борда на директорите. За тази цел, корпоративният касиер обикновено се отчита на главния финансов директор. Управлението на риска, което разбира се включва управление на финансовите рискове, е също една от функциите на главния финансов директор. Главният финансов директор обикновено е отговорен за застраховката, хеджирането и излагането на нетен риск на акционерите. Той се

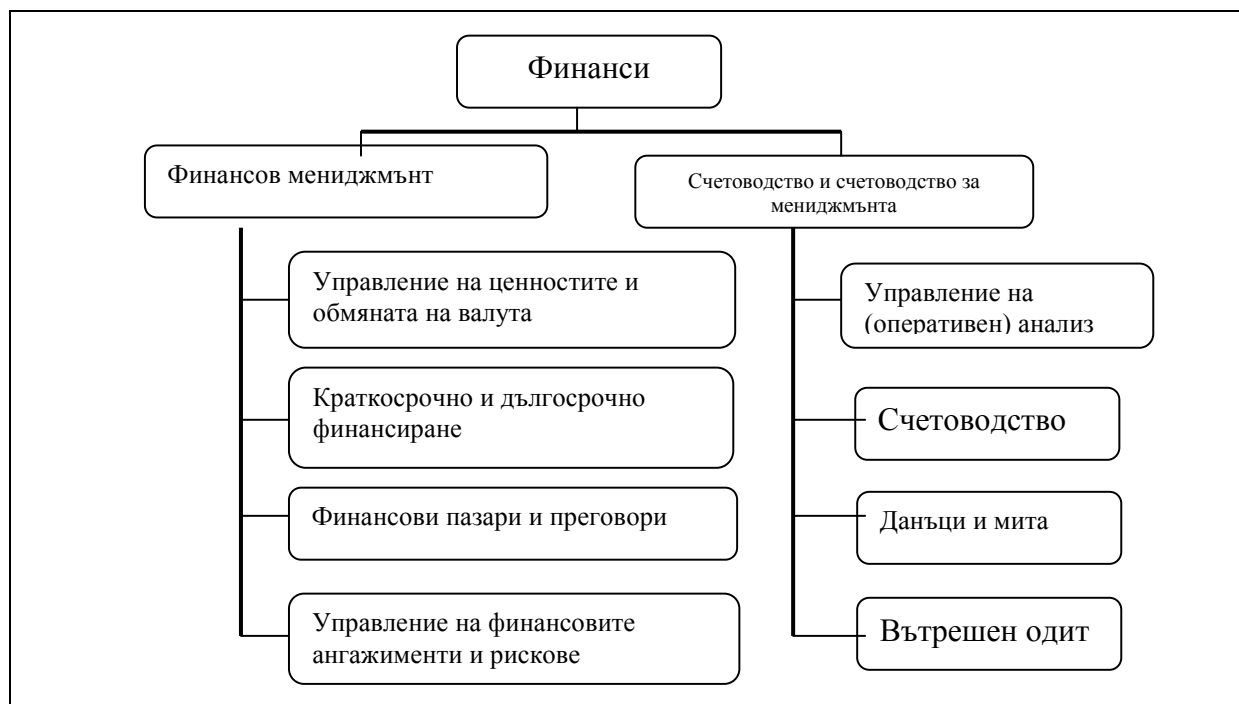
занимава и с агенциите за остойностяване на облигациите, които правят оценка на кредитния риск на фирмата. Също така, главният директор по планирането често се отчита на главния финансов директор. Фирмите могат да подготвят много видове планове, например, за данъците, краткосрочните бюджети (годишни и за тримесечие), стратегическите и дългосрочни планове.

Накрая, има инвестиционни решения. Главният финансов директор често е отговорен за извършването на преглед на всички разходи на капитала, над определения лимит. Включват се редица подробности: каква методология да се използва (традиционна нетна текуща стойност, или анализ на реалната опция)? Как да се напасне стойността на капитала за разликите в проекта и риска на страната? Как да се определи паричния поток? За фирми със съществени проучвания и разработване на бюджети, на главния финансов директор често се възлага отговорността за крайното разпределение. В допълнение към вътрешно генерирания растеж, повечето фирми имат служител по разработките, който отговаря за обединяването и изкупуването (M&A), смесените дружества (джойнт венчърс) и редуцията на някои видове активи, който се отчита на главния финансов директор. Тясно свързани са въпросите, които влияят върху структурата на собствеността на фирмата – редуция на стойността на собствеността, нарушаване на споразуменията за дълг, изваждане/изключване на екуитет (първоначално публично предлагане на собственост в бизнес единица), емитиране на фонд (чиято стойност се базира на дохода на бизнес единицата), и емитиране на акции с опция за изпълнение. Накрая, има управление на работния капитал (инвентар, политика за плащанията и приходите).

1.3. Организация на финансите

Ролята и важността, които се отдават на финансите в една организация, също зависят от това, как те се организират. Съществуват няколко възможни модела. Основните функции на финансите са представени на Фигура 3. Функциите на счетоводството и групата на счетоводството за ръководството се занимават със събирането и представянето на съответна информация на външните власти (данъчни, митнически) и вътрешни (мениджъри) потребители, докато функциите на групата за управление на финансите осигурява ефикасно разпределяне и управление на финансовите ресурси.

Фигура 3. Функции на финансите



Компаниите обикновено организират дадена финансова функция по различни начини, в зависимост от това на коя роля на финансите се акцентира, колко голяма е организацията, какви са нейните цели, правилата при вземане на решения и традиции.

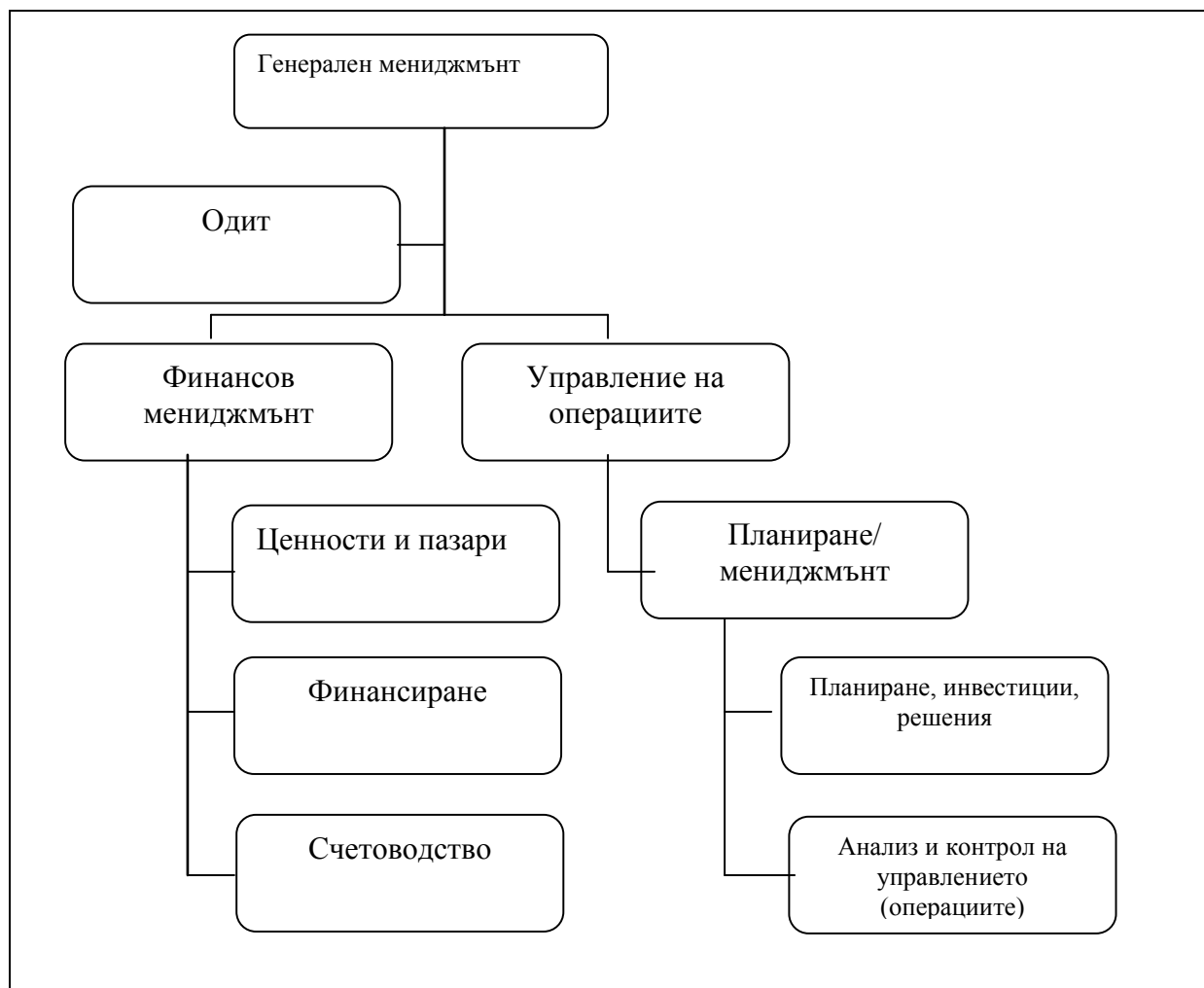
Фигура 4. Централизиран модел



По-малките фирми обикновено имат централизиран модел (Фигура 4), когато всички функции на финансите са съсредоточени в един отдел / единица. Този модел е благоприятен за специализирането във финансовите функции и свързаната с тях ефикасност на разходите. Централизираният модел в по-големите фирми създава риск от това финансите да бъдат отделени/откъснати от реалността на бизнеса и да се провалят, особено при анализа на управлението (операциите) и дейностите, свързани със стратегията и планирането (особено, ако те са интегрирани във финансите, а не като отделна единица).

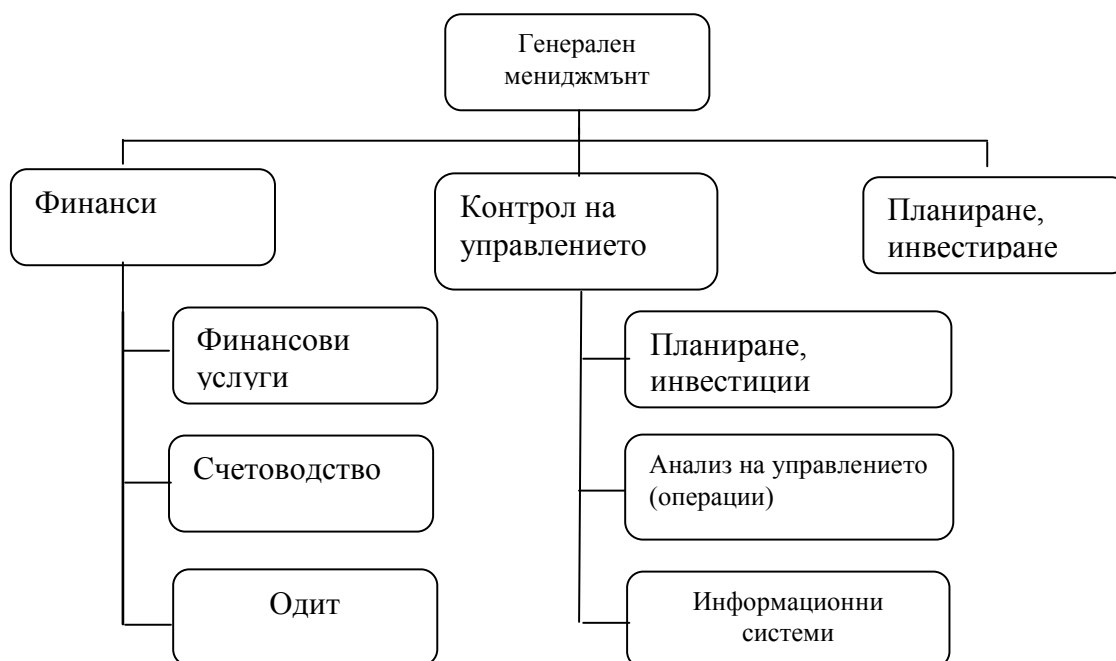
За да се преодолеят тези потенциални опасности, по-големите фирми използват децентрализирания модел (Фигура 5), когато някои от финансовите функции се дават на оперативни единици, или техни групи. По този начин, се гарантира, че финансовата перспектива е интегрирана в решенията на всички области. Обаче, децентрализацията понякога може да бъде по-скъпа (например, за малките фирми). Този модел създава също и риск за качеството във финансовия бекграунд, особено ако финансовият анализ и контрол се оставят на непрофесионалисти, (например, търговските анализатори ще трябва да анализират доходността, или други финансови аспекти на търговията).

Фигура 5. Модел на децентрализация



Двойният модел (виж Фигура 6) е между двата модела. Спомагателните функции („фокусът е върху формата”), като счетоводството, одита и работата със финансовите институции са отделени от другите функции, които фокусират върху анализа и вземането на решения („фокусът е върху съдържанието”).

Фигура 6. Двоен модел



Проверка Въпрос 2	Как е организирана функцията на финансите във вашата организация? Какви са изводите за такава организация при вземането на решения и ефективност на организацията?
--------------------------	---

Резюме

- Бизнесът може да има различни цели. Максимизирането на богатството на акционерите е общоприето, като ключова цел, защото тя държи сметка на възвръщаемостта и риска, и осигурява практическо измерение.
- Метричната система за изпълнението/работата използвана за оценка на успеха на компаниите влияе върху тяхното поведение, защото те създават стимули. Метричната система за изпълнението трябва да обгръща всички аспекти на бизнес финансите (например, позиции във всичко – отчети за доходите, баланса и паричния поток), краткосрочни и дългосрочни перспективи, както и очакванията. За съжаление, колкото повече аспекти покрива метричната система, толкова по-сложно става.
- Решенията на съвременните финансови мениджъри включват инвестирането (разпределяне на ресурси / преразпределяне), финансиране и управленски решения.
- Функциите на финансите в дадена фирма могат да се организират централизирано, децентрализирано, или смесено. Централизацията е по-често срещана и по-подходяща за по-малките фирми.

Ключови термини

- Събиране (реколта) на капитал
- Основан на очакванията мениджмънт
- Създаване на стойност

Допълнителна литература

1. Bragg, S.M. (2007). Финансов анализ: Ръководство за лицата извършващи контрол. Ню Джърси: Джон Уайли и синове.
2. Copelan, T. Weston, J.F. Shastri, (2005). Теория на финансите и корпоративна политика. Бостън: Pearson Addison Wesley
3. Schlosser, M. (2002). Бизнес финанси: Приложения, Модели и Случаи. Harlow: Pearson Education.

Въпроси за проверка и проблеми

1. Защо максимизирането на стойността на акционера е уместна цел за всеки бизнес мениджър?
2. Какво се има предвид под максимизиране на стойността?
 - a. Математически максимум на функцията на стойността;
 - b. Най-големи усилия в дадена ситуация;
 - c. Най-сложна метрична система за работата на компанията;
 - d. Икономическа печалба измерена с EVA[®].
3. Защо е важна метричната система в работата/изпълнението на фирмата? Какви са критериите за избиране на подходяща метрична система за работата на фирмата?
4. Кои от финансовите организационни модели са най-подходящи за малките фирми и защо? За големите корпорации?
5. Функциите на съвременния главен финансов директор:

- a. Не поема повече въпроси свързани с инвестициите и финансите;
- b. Поема управлението на очакванията на всички ангажирани във фирмата;
- c. Акцентиращ върху създаването на стойност;
- d. Акцентиращ върху дългосрочната перспектива.

2. ВЗЕМАНЕ НА РЕШЕНИЯ ВЪВ ФИНАНСИТЕ

Съдържание	• Стъпки при вземането на решения • Разделяне на решенията по инвестициите и финансите • Критерии за създаване на стойност, които могат да бъдат и нефинансови и финансови (изплащане, нетна текуща стойност, вътрешна ставка на възвращаемост, модели на етапите за решения за дейностите) • Поглед върху финансите на проекта: приложение на управлението на портфолиото при управление на проекта • Този раздел включва също така и някои предложения за използване на спредшията (компютърна програма за изчисляване)
-------------------	---

2.1. Стъпки при вземането на решения

Като всички други области, където се вземат решения, финансовите решения включват избор между два, или повече възможни варианта за действие. Ако има само един възможен вариант за действие, не е необходимо да се взема решение. Процедурата трябва да включва шест стъпки, изброени по-долу.

1. **Определени цели.** Лицето, което взема решения трябва да бъде наясно, какъв резултат възнамерява да постигне с това решение.
2. **Определяне на възможни варианти за действие.** На този етап, трябва да се обсъдят всякакви ограничения върху свободата на действие, наложени от закона, или други власти, които не са в контрола на лицето, което взема решения. Обаче, акцентът не трябва да пада върху рестрикциите и пречките, а по-скоро върху възможностите, т.е. бизнес възможностите и средствата за тяхното финансиране. Такива възможности често не са очевидни, и бизнесът трябва да ги търси постоянно. Бизнесът, който не успее да направи това, със сигурност ще тръгне надолу и възможностите ще бъдат изгубени, а от тях ще се възползват по-новаторските конкуренти.
3. **Сглобяване на данните подходящи за решението.** При несигурност, определянето само на подходящата информация е решаващо, поради най-малко две причини – защото събирането на данни е скъпо (и пари и губене на време) и тогава при наличието на неподходяща информация, има риск, лицата които вземат решения да се объркат и да се вземе не-оптималното решение. Има два критерия една информация да бъде задоволителна, за да бъде подходяща и ценна, когато се взема предвид:
 - ° Информацията трябва да отговаря на целите на лицата, които вземат решения. Да предположим, че една фирма желае да закупи някои суровини, за да изпълни един проект и да получи най-добрия продукт откъм качество и цена. Това означава, че информацията трябва да бъде ограничена до някои технически параметри и цена. Другата информация, като срокове на плащане, размер на опаковка, страна на произход ще бъде неуместна.
 - ° Информацията трябва да бъде специфична за въпросното решение. Тъй като решенията включват избор от опции, те могат да бъдат направени разумно, на база на разликите между тях. Това прави факторите, които са обичайни за всички обсъдени опции, неподходящи. Следователно, потъналите разходи (изразходените)- разходите, които се отнасят до

миналото – са неподходящи за вземане на решение, защото тези разходи ще бъдат едни и същи за всички операции.

4. **Оценка на данните и достигане до решение.** Данните обикновено се оценяват, като се използват някои предварително определени критерии. В някои случаи, критериите ще бъдат лесно определени количествено, в други – не толкова лесно. Във всеки случай, трябва да се постави някакъв минимален праг. Друг въпрос с критериите е, че те няма да бъдат еднакво важни при вземането на решение. Най-малкото, трябва да се отделят необходимите за изпълнение критерии, критериите „хубаво е да ги има”.
5. **Изпълнение на решението**
6. **Мониторинг на ефекта от решението.** Мониторингът е важен най-малко поради две причини. Първо, той позволява да се коригират грешките, или да се промени решението навреме. Второ, чрез мониторинг се гради базата знания и е възможно да се вземат по-ефикасни решения в бъдеще. На практика, по-голямата част от мониторинга на решенията от гледна точка на финансите, е важен на този етап. Пример за мониторинг ще бъде рутинният контрол на бюджета.

**Проверка
Въпрос 3**

Към Gadget Wizards Ltd се обръща клиент, който иска специална работа да бъде извършена за него, и желае да плати 60,000 € за нея. Работата ще изисква следните материали.

Материал	Необходими единици	Единици на склад	Стойност по документи на единицата €/единица	Реализуема стойност €/единица	Заменяща стойност €/единица
А	1000	0	-	-	16.00
Б	1000	600	12.00	12.50	15.00
В	1000	700	13.00	12.50	14.00
Г	200	200	14.00	16.00	19.00

- Материал Б се използва редовно от фирмата и ако единиците на Б се изискват за тази работа, те ще трябва да се заменят за посрещане на други производствени нужди.
- Материали В и Г са налични в склада, от предишни покупки и имат ограничена употреба. Не може да се намери друга употреба за материал В, но единиците на материал Г могат да се използват за друга работа, като заместител на 300 единици от материал Д, който в момента струва 15 € /единица (фирмата няма единици от материал Д на склад в момента).

Изчислете съответните разходи на материал за да решите дали да приемете, или не договора. Докажете третирането на всеки материал.

2.2. Отделяне на решенията за инвестиране от решенията за финансиране

Теоремата за отделяне казва, че решенията за инвестиране и решенията по финансирането трябва да бъдат независими едни от други. Това твърдение е идентифицирано първо от Ървинг Фишър през 1930 г. и е било формално поставено от Хиршлайфер (1958). Теоремата е изградена върху три основни твърдения:

1. Бизнесът трябва да инвестира в проекти, които го правят по-богат. Правейки това,

богатството на акционерите ще се увеличи. Обикновено това означава, че бизнесът трябва да инвестира във възможности, които имат процент на възвращаемост по-висок от процента на заемане / даване на заем, за да се максимизира богатството на акционерите.

2. Преференциите за лична консумация / инвестиране на отделните акционери нямат връзка при вземането на решения за извършване на корпоративна инвестиция. Независимо от това кога и колко отделните акционери искат да похарчат, за тях ще остава повече, при условие че политиката за инвестиране, очертана в твърдение 1 се изпълни. Това е така защото инструментите, които позволяват преразпределянето на финансовите ресурси навреме – заемане и даване на заем – съществуват.
3. Методът на финансиране не засяга богатството на акционерите. При условие, че политиката за инвестиране, начертана в твърдение 1 се изпълни, няма значение дали инвестицията е финансирана от акционерите, или от заемането на средства.

Теоремата за разделяне търпи някои критики, заради опростените предположения, върху които тя се изгражда. Обаче, дори тя да не се придържа стриктно към практиката, тя наистина хвърля светлина върху връзката между акционерите и мениджърите, в контекста на решенията за реално инвестиране.

Финансовите решения във фирмата не са ограничени само до инвестициите. Понякога, решението може да е свързано с канцелиране / анулиране на инвестиция, или предварително прекратяване на проект, за да се защитят инвеститорите от възможни последващи загуби.

2.3. Критерии за създаване на стойност

Бизнесът оперира като повишава финансите си от различни източници, които след това инвестира в активи, обикновено недвижими активи, като инсталации/заводи и машини. Други също инвестират във финансови активи, като акции на друг бизнес, или заеми към юридически или физически лица.

Избирайки кои възможности за инвестиране да преследва и кои да избягва е много важен въпрос за фирмите защото:

- отделните проекти често изискват сравнително големи и неотменими ангажименти на финанси;
- те поемат този ангажимент за по-дълги периоди от време; и бъдещите ползи също се разпределят във времето, с известна степен на несигурност.

2.3.1. Нефинансови критерии за създаване на стойност

Всички бизнес възможности на практика се сравняват с нефинансовите критерии, които могат и трябва да се комбинират с финансовите. Нефинансовите критерии понякога могат да се окажат, по-ефикасни от финансовите и решаващи при вземането на решения.

Тези критерии включват такива въпроси като, дали определената бизнес възможност, която се разглежда, отговаря на генералната стратегия на фирмата, дали има потенциал за растеж и дали конкурентното състояние на продукта и бизнеса ще бъде подобро, и така нататък.

Тези критерии се поставят по време на стратегическото планиране, когато се определя посоката, по която трябва да се движи бизнеса, от гледна точка на продуктите,

пазарите, финансирането и др. В практиката, стратегическите планове се правят за срок от около пет години и обикновено отговарят на два въпроса: къде искаме да бъде нашия бизнес след пет години и как може да стигнем дотам.

Стратегическото планиране обикновено включва няколко стъпки, които в есенцията си са подобни на общите стъпки, при вземането на решения:

- определяне на мисията и целите;
- анализиране на текущото състояние;
- определяне и преценка на стратегическите опции;
- избиране на стратегически опции;
- преглед и контрол.

Стратегическото планиране поставя рамката за оперативно вземане на решения.

2.3.2. Период на изплащане

Периодът на изплащане (PBP) е един от най-простите начини за оценка на възможността за инвестиране. Тази техника е за намиране на времето, което ще е необходимо на инвестицията да се изплати от паричните потоци, които се очакват да се генерират.

Правилото за решение за периода за изплащане е, че проектите ще бъдат избрани, само ако те се изплащат в рамките на предварително определения период. Обикновено, алтернативните проекти се оценяват като се избере този с по-кратък период на изплащане (при условие, че той е с предварително определен максимум).

Поради своята характерност (като опростеност при използване и недостатъците на метода, които са описани по-нататък), този метод може да се използва за краткосрочни и дългосрочни проекти. Обаче, не се препоръчва да се използва за дългосрочни и големи проекти на продажба.

Недостатъците на метода на периода на изплащане са следните:

- той няма отношение към максимизирането на богатството, тъй като той благоприятства по-краткосрочните проекти и така съдейства по-скоро на ликвидността, отколкото за повишаване на стойността;
- не разглежда цялата подходяща информация – игнорира всичко, което се случва, извън периода на изплащане;
- не взема предвид стойността на времето на парите.

Последният недостатък на периода на изплащане може да се фиксира чрез сконтиран период на изплащане (DPBP), където сконтираните парични потоци се използват за калкулация на периода на изплащане (виж Пример 1). Сконтирането обаче, не коригира другите недостатъци на метода на периода на изплащане, а именно, акцентира върху кратките срокове и ликвидността и игнорира това, което се случва след изплащането.

Пример 1

Да предположим, че фирма инвестира 10 000 € и очаква паричните потоци, както е показано в таблицата долу. Периодът на изплащане на инвестицията, ако се използва период на изплащане (PBP), е 3,67 години.

година	PBP	DPBP	Патрупан CF	Патрупан PV(CF)
	CF	PV(CF)		
0	-10000	-10000	-10000	-10000
1	1500	1402	-8500	-8598
2	2500	2184	-6000	-6415
3	4000	3265	-2000	-3149
4	3000	2289	1000	-861
5	3000	2139	4000	1278
6	3000	1999	7000	3277
Период на изплащане (в години)			3,67	4,40

Ако лихвеният процент е 7%, паричните потоци трябва да се сконтират – текущата стойност на паричния поток се калкулира в колона $PV(CF)$. Точно както за PBP, натрупаните парични потоци трябва да се калкулират (колона *Натрупана PV(CF)*). Използвайки сконтирани парични потоци, ние получаваме период на изплащане от 4,40, което е изплащането, което става за сметка на стойността на времето на парите.

2.3.3. Нетна текуща стойност

За решение за инвестиране, методът на нетната текуща стойност (NPV) е сред най-разпространените. Той взема предвид стойността на времето на парите, която зависи от три основни фактора: отказване от лихва, в случай че е направена инвестиция, инфлация и риск.

Методът на нетната текуща стойност е за сконтиране на бъдещите парични потоци. Алтернативен метод може да бъде методът на *нетната бъдеща стойност*, който включва уреждане на паричните потоци, вместо сконтиране. Обаче има най-малко две причини за подкрепа (благоприятно отношение) на метода на нетната текуща стойност:

- Когато сравняваме възможностите за инвестиция, ако трябва да се използва нетната бъдеща стойност, трябва да се вземе решение за това, кога в бъдеще ще бъде оценена стойността. Ако възможностите са с различни продължителност, това може да породи трудности.
- Ако възможността трябва да се оценява, като се гледа нейния ефект върху стойността на бизнеса, по-логично е да се обърне внимание на настоящия ефект, отколкото на бъдещия ефект.

Нетната текуща стойност (NPV) на всяка възможност за инвестиция се определя така:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

където CF_t е паричният поток в период от време t ,

r – необходимата ставка на възвръщаемост, използвана за сконтиране.

Необходимата ставка на възвръщаемост представлява стойността (разходите) на финансите. Тъй като по-голямата част от бизнеса се финансира от екуитета, или заемни средства, стойността (разходи) на финансирането е частично стойността (разходи) на екуитета и частично разходите за лихви, обобщени от средно преценената стойност (разходи) на капитала (WACC). Тъй като сконтирането се занимава с разходите на финансиране (бъдещите парични потоци се редуцират (сконтират) за да се вземе

предвид времето и съответните разходи на финансите), разходите на финансите в подкрепа на проекта *не* трябва да се включват в паричния поток.

Когато се изчислява нетната текуща стойност (NPV), и паричния поток и разходите на финансите трябва да се изчислят логично. Това означава, че например, когато паричните потоци се изчисляват в парично изражение (включвайки ефекта от инфлацията), тогава ставката/степената на дискаунта трябва да се базира също и на паричните разходи на финансите (които се напасват според инфлацията). Взаимовръзката между реалната и монетарна ставка и процента на инфлация е

$$1 + r_n = (1 + r_r) (1 + i),$$

където i е процентът на инфлацията;

r_r – реална ставка,

r_n – номинална (или парична) ставка.

Ако паричните потоци трябва да се оценяват в реални граници, тогава ставката/степената на дискаунта трябва да се базира на реалната стойност (разходи) на капитала.

Препоръки за спредийт:

В MS Excel, нетната текуща стойност (NPV) може лесно да се изчисли като се използват следните функции:

- NPV (ставка, стойност 1, стойност 2,.....), където *ставката* е степената на дискаунт за един период от време и *стойност 1*, *стойност 2* и т.н. представлява паричните потоци. Тази функция калкулира нетната текуща стойност, когато паричните потоци се разположат навреме (по време) равномерно и ставката на дискаунт не се променя с времето. Важно е да се знае, че тази функция предполага, че паричните потоци се появяват в началото на всеки период, *стойност 1* трябва да се изключи от функцията аргументи и да се добави отделно (например, нетната текуща стойност = *стойност 1* + NPV (ставка, стойност 2,).
- XNPV (ставка, стойности, дати) функцията се използва за калкулиране на нетната текуща стойност за таблица на парични потоци, която не е непременно периодична. Тя изисква вкарване на точни дати, когато се появят парични потоци.

Метод на нетната текуща стойност за година

Финансовите мениджъри трябва често да избират най-доброто от дадена група от проекти, с различна продължителност. Използването на нетната текуща стойност за избиране на по-добрия проект може да доведе до неправилно решение. За да се сравнят коректно такъв тип взаимно изключващи се проекти, трябва да се разгледа с анализ различната продължителност. Методът на нетната текуща стойност за година е една от най-ефикасните техники за това. Този метод може да се приложи като се използват следните стъпки:

1. Изчислете нетната текуща стойност на всеки проект, през неговата продължителност, като използвате подходяща цена/стойност на капитала.
2. Разделете нетната текуща стойност на всеки проект с положителна нетна текуща стойност, на фактора на лихвата с настояща стойност за анюитет, при дадени разход на капитала и продължителност на проекта, за да се получи нетната текуща стойност за годината (ANPV), за всеки проект.

3. Подредете и изберете най-добрите проекти. Проектът с най-висока нетна текуща стойност за годината ще бъде най-добрия, следван от проекта със следващата по размер нетна текуща стойност за годината, и така нататък.

Пример 2

Да предположим, че фирма решава, в кой проект А или В – да инвестира. Свързаната инвестиция и очакваните парични потоци в € и калкулираната текуща стойност при 10% ставка на дискаунта се представят в таблицата по-долу.

година	PBP	DPBP	Натрупан CF	Натрупан PV(CF)
	CF	PV(CF)		
0	-70 000	-70 000	-85 000	-85 000
1	28 000	25 455	35 000	31 818
2	33 000	27 273	30 000	24 793
3	38 000	28 550	25 000	18 783
4			20 000	13 660
5			15 000	9 314
6			10 000	5 645

Съгласно критерия за нетната текуща стойност, трябва да се избере проект В. Нетната текуща стойност на година за всеки проект може да се калкулира като се използва факторът PVIFA (при 10%, което е даден разход на капитала и 3 за проект А, което времето на неговата продължителност (живот), и 6 за проект В, което е продължителността на проект В):

$$ANPV_A = \frac{11277}{PVIFA_{10\%,3}} ; ANPV_B = \frac{19013}{PVIFA_{10\%,6}}$$

Алтернативно, ANPV може да се калкулира като се използва функцията на MS Excel *PMT* (виж раздел 6.1. за употреба на функцията).

$ANPV_A$ е равна на 4 535 €. Това означава, че 11 277 € от нетната текуща стойност на проект А отговаря на годишния положителен поток на нетната текуща стойност от 4 535 (за три години); докато $ANPV_B$ е равна на 4 366 €.

Ще бъде препоръчан Проект А защото той осигурява по-висока нетна текуща стойност за годината.

2.3.4. Вътрешна ставка на възвръщаемост

Моделът на *вътрешната ставка на възвращаемост (IRR)* търси да определи степента на възвращаемост, която инвестиционния проект произвежда на базата на сумата на първоначалната инвестиция, оставаща неуредена през всеки период, водещо до сложна годишна лихва. Технически, вътрешната ставка на възвращаемост е процентът на дискаунт, който дава проекта, при нулева нетна текуща стойност.

Вътрешната ставка на възвращаемост не е пряко свързана с критерия за максимизиране на богатството. Въпреки това, нетната текуща стойност и вътрешната ставка не могат да дадат подобни резултати, когато проектите включват различен мащаб на инвестиция, те могат понякога да дадат противоречиви сигнали. Приемете, че има налични финанси при 10% ставка. Тогава, правилото за решение за вътрешната ставка на възвращаемост казва да се приеме проекта, ако вътрешната ставка на възвращаемост

е повече от 10%. Обаче, 13% върху 10 000 € инвестиция дава повече от 14% 6 000 € инвестиция. Така, вътрешната ставка на възвръщаемост не взема предвид разликата в мащаба/размера.

Друг недостатък на вътрешната ставка на възвръщаемост е, че тя не може да се занимава със ставката на възвръщаемост, която се променя с времето. Тя дава средна ставка на възвръщаемост, за целия период на проекта. Докато, ако се изискваната ставка на възвръщаемост варира, вътрешната ставка на възвръщаемост понякога ще бъде под нея, понякога над, и лицата вземащи решения срещат труден проблем. Методът на нетната текуща стойност, в това отношение е по-благоприятен, защото той може да използва няколко ставки на възвръщаемост.

Нещо повече, поради математическите свойства, вътрешната ставка на възвръщаемост може да има повече от едно решение, или никакво – тя обикновено възниква, когато паричните потоци не са конвенционални, например, когато инвестициите – отрицателен паричен поток – се появяват не само в началото на живота на проекта, но също и по средата, или края на неговия живот.

В заключение, вътрешната ставка на възвръщаемост може да бъде алтернативна техника, при вземане на решение за нетната текуща стойност, обаче тя може да се използва само когато паричните потоци и необходимата ставка на възвръщаемост са без неравности. Ако вътрешната ставка на възвръщаемост и нетната текуща стойност дават противоречиви резултати, нетната текуща стойност е методът за предпочитане.

Препоръки за спредийт:

В MS Excel, вътрешната ставка на възвръщаемост (IRR) може лесно да се изчисли като се използват следните функции:

- *IRR (стойности, отгатни (values, guess))*, връща вътрешната ставка на възвръщаемостта за серия парични потоци. Тези парични потоци не е нужно да са равномерни, обаче, паричните потоци трябва да се появяват на равни интервали, като месечно или годишно.
- *MIRR (стойности, финанси_ставка, ре-инвестирай_ставка (values,finance_rate,reinvest_rate))* дава модифицирана вътрешна ставка на възвръщаемост. MIRR разглежда и стойността на инвестицията и лихвата, получена върху паричната инвестиция. Тук *финанси_ставка (finance_rate)* е лихвения процент, който вие плащате върху парите, използвани в паричните потоци. *Ре-инвестиране_ставка (Reinvest_rate)* е лихвения процент, който вие получавате върху паричните потоци, след ре-инвестирането им.

2.3.5. Икономическа печалба

Икономическата печалба (EP, наричана също понякога икономическа добавена стойност, или EVA[®]) е един от най-динамичните критерии за правилно осчетоводяване по всички начини, при които може да се създаде или изгуби стойност.

Икономическата печалба не трябва да се смесва със *счетоводната печалба*. Следователно, икономическата печалба е разликата между получените приходи от продажбата на продукция и уместните разходи на използваните вложения.

Имайте предвид, че счетоводната печалба включва стойността свързана с генерирането на приходи, но не и възможните разходи. Възможните разходи са алтернативната възвращаемост, отказана от използването на избраните вложения. В резултат на това, е възможно да има значителна счетоводна печалба, и много малка, или никаква икономическа печалба.

Пример 3

Да предположим, че вие откривате нов бизнес и новата фирма получава 120 000 € приходи годишно. Разходите свързани с тези приходи (суровини, други оперативни разходи и т.н.) възлизат на 100 000 €. Така, счетоводната печалба за годината е 20 000€.

Обаче, да кажем, че вие сте започнали работа същата година, вие бихте могли да спечелите доход 30 000 € (това са вашите възможни разходи за откриване на бизнес). Така, икономическата загуба е 10 000 € (20 000 € - 30 000 €).

От гледна точка на бизнес финансите, икономическата печалба, която е мярка за финансовата работа на фирмата, на базата на остатъчното богатство, се калкулира като се приспадат разходите на капитала от неговата оперативна печалба, нагласена за данъци на парична основа.

Формулата за калкулиране на икономическата печалба е следната:

$$EP = NOPAT - I \cdot WACC,$$

където *NOPAT* е нетната оперативна печалба след данъците,

I – инвестиция капитал,

WACC – средно преценен разход на капитал.

Алтернативният начин за отразяване на формулата е

$$EP = (R - WACC) \cdot I,$$

където *R* – икономическа ставка на възвращаемост, която може да бъде осреднена с ROIC, когато ние използваме инвестиция капитал като мярка на *I* или ROCE, когато използваме капитал ангажиран като мярка на *I*.

Отбележете, че $R = \frac{NOPAT}{I} = \frac{NOPAT}{\text{продажби}} \cdot \frac{\text{Продажби}}{I} = \text{NOPAT марж} \times \text{Оборот на капитала}$

Икономическата печалба ще се увеличи ако:

- се инвестира нов капитал в някакъв нов проект, който печели повече от разхода на капитала;
- капиталът се отклонява или ликвидира от бизнес дейностите, които не покриват разхода на капитала;
- NOPAT се увеличава без да се увеличава капитала.

Проверка Въпрос 4

Приемаме, че отчетът за печалбата и загубата е, както следва (всички цифри в '000 €):

Приходи от продажби	275
- CoGS	80
<i>Брутна печалба</i>	<i>195</i>
- разходи за маркетинг и реклама	38
- Административни разходи	40
<i>EBITDA</i>	<i>117</i>
- Обезценяване и амортизация	57
<i>EBIT</i>	<i>60</i>
- разходи лихви	10
<i>EBT</i>	<i>50</i>
- Данъци	10
<i>Нетна печалба</i>	<i>40</i>

В допълнение, дългът на фирмата е 100 а екуитета 200.

Средната ставка на възвръщаемост на борсата е 15%.

а) калкулирайте NOPAT;

б) калкулирайте икономическата печалба на фирмата. Какви заключения и препоръки можете да направите, относно работата на фирмата, на базата на вашите резултати?

2.3.6. Модели на етапно вземане на решение

Спорно е, дали нетната текуща стойност, или вътрешната ставка на възвращаемост са приемливи методи за оценка на проекти, но те са предмет на голям интерес, когато стойността на проекта е под влиянието на променящите се фактори. Съществуват някои алтернативни методи, за които се твърди, че позволяват да се определи по-точно потенциалното изплащане на проекта, отколкото при използването на нетната текуща стойност, или вътрешната ставка на възвращаемост. Тези модели са базирани на теорията на оптималното спиране на времето, моделите, които са използвани за оценка на несигурни инвестиционни проекти, които изискват време за изграждане на стойност и не осигуряват никакво изплащане, ако се спрат преди да се достигне добре-определената точка на завършване.

Изграждането на стойност може да варира, при:

1. линейна връзка с времето;
2. бързо изграждане на стойността – ранна поява (децентрализирано изграждане), или
3. повечето от изградените стойности се появяват късно в проекта (ускорено изграждане).

Проект разработващ нова технология, например, ще има ускорено изграждане – голяма част от стойността се генерира в края, защото потенциалните ползи от повечето решения, открити през ранните етапи може да не бъдат напълно реализуеми, докато не се решат другите проблеми на проекта. Тъй като този тип проект има ниска стойност за спасение на този ранен етап, той е подложен на висок риск от недостатъци. Общият подход за намиране на решение на оптималното спиране на времето е да се търси оптимална функция на печалбата, която да задоволява няколко оптимални условия.

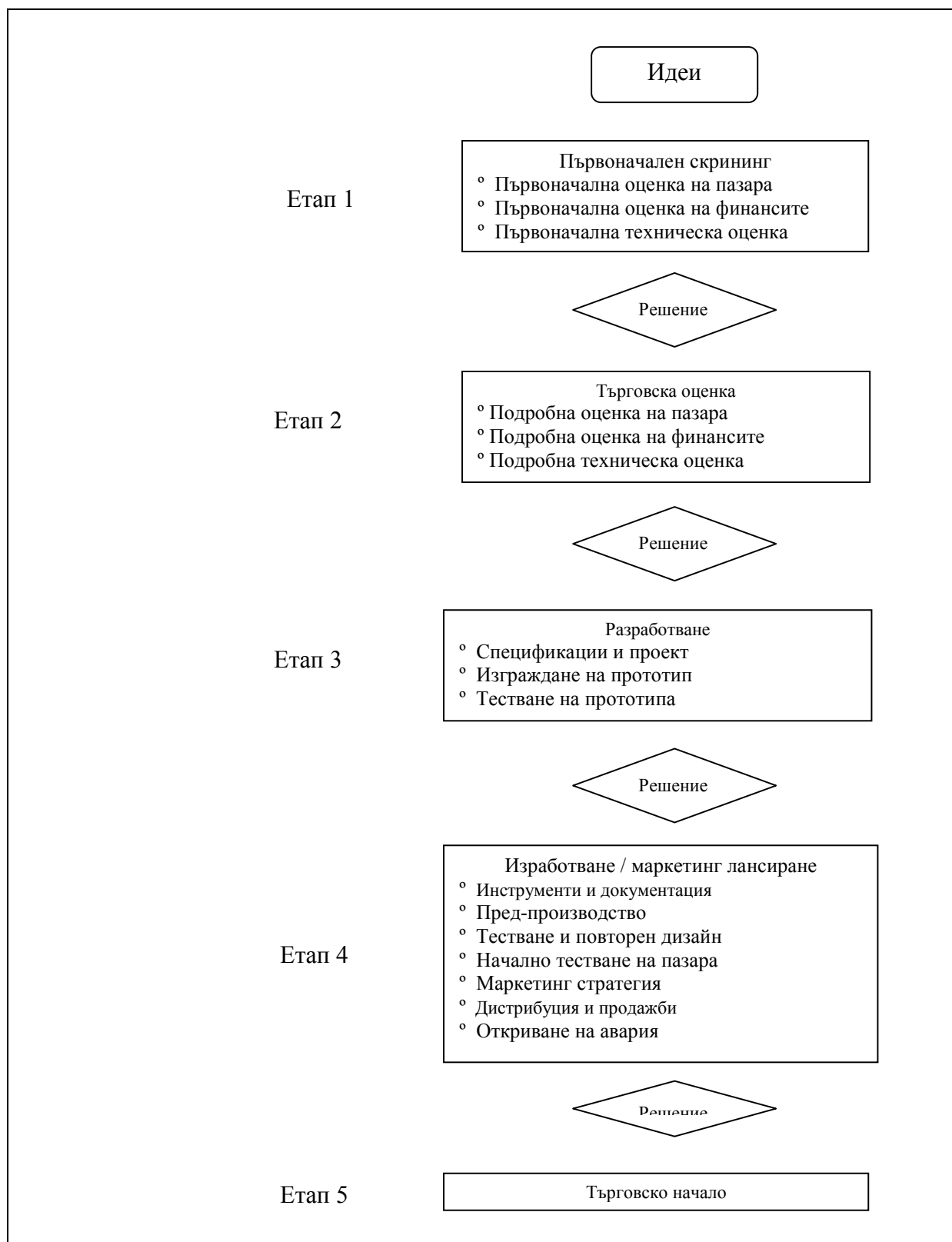
Решението, дали да се продължи инвестирането в даден проект може да се базира на правилата за спиране на целта, базирани на статистическия анализ на интензивно изчисляване, който се появи сравнително скоро. Типичен пример на приложението на модела на етапно решение, ще бъде R&D (проучване и разработване), или новаторски проект. Нека го проучим по-подробно.

Част от модела за решения, процесът на проучване и разработване се разбива на пет етапа, повличащи след себе си четири точки на решения. Петте етапа на проекта са:

1. първоначален скрининг;
2. търговска преценка;
3. разработване;
4. лансиране изработване / маркетинг;
5. търговско начало.

Четири точки за решения са между етапите. Този модел е отразен във вид на диаграма на Фигура 7.

Фигура 7. Модел на етапно решение за дейността



Функция за вероятността се извлича за всеки етап, който измерва вероятността за успех на етапа. Има осем променливи, използвани в модела (виж Таблица 1), на тези

променливи се приписва стойност по скала от 1 – 5, от персонал запознат с проекта за проучване и развитие.

Таблица 1. Променливи използвани в модела за етапно решаване за дейността

Етап	Променлива
1 Първоначален скрининг	<i>CORPFIT</i> Подходящ за проект с корпоративни цели
2 Търговска оценка	<i>SCITEK</i> Наличие на сродна наука и технология <i>REACTION</i> Подкрепа за проект от другите във фирмата <i>USES</i> Приложения за иновация, която не е имало преди, използвайки подобна, или подходяща технология. <i>ТЕКСАРАВ</i> Адекватността на техническата способност на фирмата да подкрепя сложността на проекта.
3 Разработване	<i>DEVPROC</i> Ефикасност на процеса за разработване <i>COMTEKFT</i> Асоциация между търговските и технологични аспекти на проекта, като степента до която крайният продукт отговаря на изискванията на потребителя и степента, до която фирмата може да продава продукта с приемливи нива на покачване на цените.
4 Лансиране изработка /маркетинг	<i>ТЕКСАРАВ</i> (виж горе) <i>МКТЕFORT</i> Ниво на усилие положено в дейности за промоция / продажба.

Вероятността за успех π_{new} се получава, като се използва функцията за вероятност $\pi_{new} = 1 / (1 + e^{Y_{new}})$, където $e^{Y_{new}}$ е показател на функцията за вероятност $Y = \beta_0 + \beta_1 \chi_1 + \dots \beta_n \chi_n$ за всеки етап. Функциите на вероятността за четирите точки на решения, определени от анализа за регресия, са:

Етап 1: $Y = 12,12 - 2,60 \cdot CORPFIT$
 Етап 2: $Y = 12,12 + 2,60 \cdot SCITEK - 3,65 \cdot USES - 3,37 \cdot REACTION - 3,94 \cdot ТЕКСАРАВ$
 Етап 3: $Y = 20,18 - 3,80 \cdot DEVPROC - 2,65 \cdot МКТЕFORT$
 Етап 4: $Y = 8,25 - 4Q23 \cdot ТЕКСАРАВ - 1,95 \cdot МКТЕFORT$

Вероятността за успех на новия проект, π_{new} е сравнена с предварително определения праг на вероятност π_c оставен от мениджмънта. Ако $\pi_{new} > \pi_c$, проектът е вероятно да бъде успешен, и проектът трябва да продължи. Ако не, проектът трябва да се прекрати.

Като пример за това как се използват тези формули, да приемем, че при приключването на Етап 1 (по точка на решение 1), стойността на *CORPFIT* е 4 (по скала от 1 до 5), функцията на вероятност Y е 9.61, водещо до функция на вероятност от 0.0942. Това показва около 10% вероятност за успех и проектът трябва да се зареже. Ако, от друга страна, *CORPFIT* беше 5, функцията на вероятност щеше да бъде 0.70 и проектът трябваше да продължи към етап 2. (Този определен резултат съответства на силната корелация/връзка между пригодността на проекта в корпорацията и шансовете за успех на проекта). Подобен анализ се прави по останалите три точки на решение, с напредването на проекта.

Ключ към изпълнението на тази техника, в допълнение към оценката на осемте независими променливи, е определянето на прага на вероятност. Обикновено, то се

отразява върху толеранса при управлението на риска. Проблемът е, че на ранните етапи на проекта, може да има тенденция за по-оптимистична оценка на променливите на проекта, поради ентузиазма в началото. Така, мениджмънтът може да има желание да постави ранните прагове, при сравнително ниски стойности.

Недостатъкът на базирания на статистиката метод за етапно решение на дейността е, че той изисква съществено количество количествени данни, за да се открие връзката между степента на успех на проекта и свързаните с него фактори. Тези взаимовръзки може да са различни за различните индустрии, или компании. Струва си да се отбележи, че идеята на метода за етапно решение за дейността (понякога може да се нарича метод за врата към етапа) може да се прилага и без прекалено дълги калкулации.

2.4. Финанси на проекта като управление на портфолио

Управлението на портфолиото на проекта е за ресурсите на инвестиране на бизнеса, т.е. даване на приоритет на проект и разпределяне на ресурсите по време на проектите. В света на бизнеса, погълнат от стойност за акционерите и правенето на повече с по-малко, наличните ресурси за технология, маркетинг, или друго използване са просто твърде оскъдни за да се прахосват за грешни проекти. Последниците от лошо управление на портфолиото са очевидни: малкото ресурси се прахосват и в резултат на това истински заслужаващите проекти биват унищожавани.

Има четири основни цели в управлението на портфолиото на проекта:

1. максимизиране на стойността на портфолиото;
2. търсене на правилен баланс на проектите;
3. гарантиране, че портфолиото е стратегически издържано;
4. гарантиране, че няма да има твърде много проекти за ограничените ресурси, с които фирмата разполага.

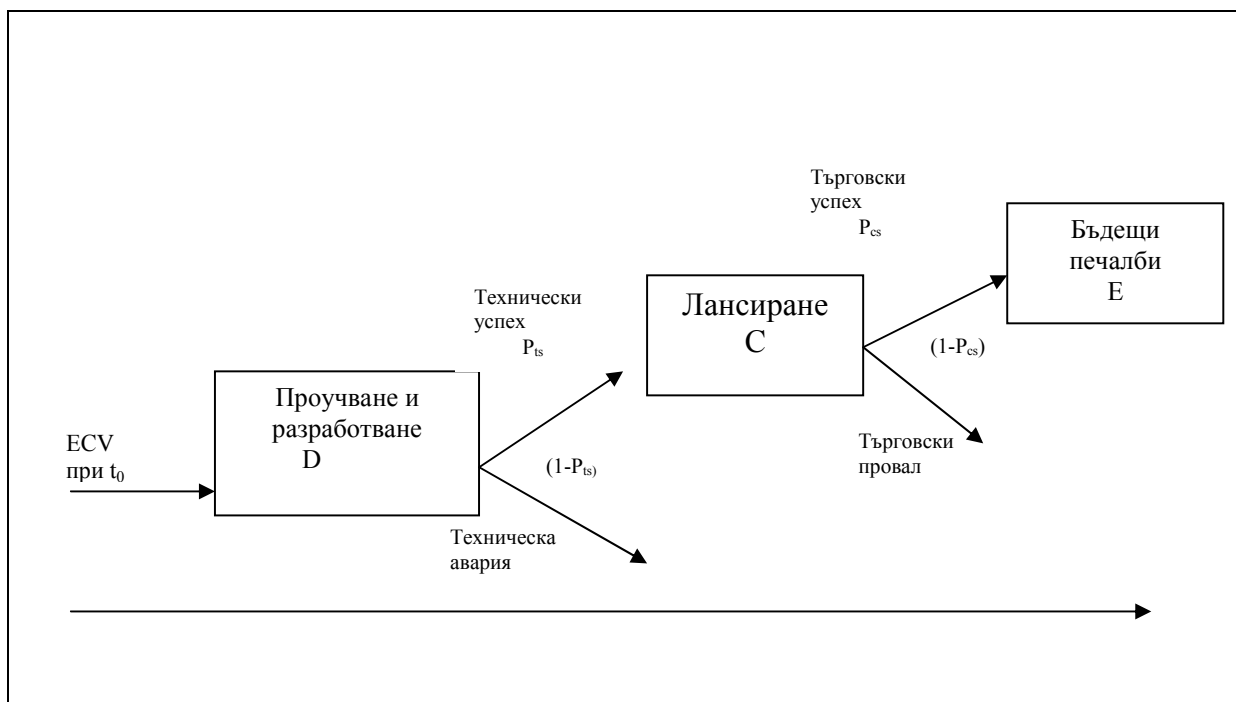
Има много инструменти – някои количествени, други графични, някои стратегически – предназначени за подпомагане на избора на правилното портфолио на проектите. Нека разгледаме четирите цели и свързаните с тях инструменти по-задълбочено.

Максимизиране на стойността на портфолиото. Тук целта е да се изберат проекти, така че да се максимизира сумата на стойностите, или търговската стойност на всички проекти, от гледна точка на някаква цел на бизнеса. Инструментите, използвани за оценка на „стойността на проекта” и изграждане на проектното портфолио могат да включват:

- *Индекс на нетна текуща стойност (NPV)*. Използвайки този метод, първо се определя нетната текуща стойност на проектите, тогава проектите се подреждат по нетната текуща стойност, разделени по ключови, или ограничаващи ресурси (например, в случай на разработване на нов продукт, ако има разходи за проучване и разработка (R&D), все още неизразходвани по проектите, подреждането ще бъде по нетна текуща стойност / проучване и разработка. Проектите се подреждат съгласно този индекс, до изчерпване на ресурсите, максимизирайки по този начин стойността на портфолиото (сумата на нетните текущи стойности през целия проект) за определено, или ограничено изразходване на ресурсите.

- **Очаквана търговска стойност (ECV).** Този метод използва анализа на дървото-решение, разбивайки проекта на етапи за решения – например, в случай на проект за разработване на нов продукт, могат да се разработят и лансират етапи на решенията (Фигура 8). Определете различните възможни резултати от проекта (паричен поток при всеки етап, D, C и E), наред с възможностите на всеки (например p_{ts} – вероятност за технически и p_{cs} – за търговски успех).

Фигура 8. Определяне на очакваната търговска стойност на проекта



Получената в резултат очаквана търговска стойност (ECV) по време на решението (да предположим t_0) тогава се калкулира по формулата

$$ECV = PV ((E \cdot p_{cs} - C) \cdot p_{ts} - D),$$

където

- p_{ts} – вероятност за технически успех
- p_{cs} – вероятност за търговски успех (при даден технически успех)
- D- разходи за разработка останали в проекта
- C- разходи за лансиране (търговия)
- E- бъдещи печалби на проекта
- PV – текуща стойност.

Очакваните търговски стойности на проекта тогава се разделят на ограничените ресурси; и проектите се подреждат, съгласно този индекс, за да се максимизира стойността на портфолиото. Този метод почти се приближава до теорията на реалните опции, и така той е подходящ за третиране на проекти с по-висок риск.

- **Модел за отбелязване на резултатите.** Лицата вземащи решения подреждат pro^{t_0} е въз основа на редица въпроси, които разграничават време проекти, типично по скалите от 1-5, или 0-10. Сумата на този резултат за количествена привлекателност на проекта, който трябва да разчисти и най-малката преграда. Този резултат е пълномощие за „стойността на проекта“, но включва стратегически, ливъридж и други съображения, извън

чисто финансовите критерии (мерки). Проектите тогава се подреждат, съгласно тази цел, до изчерпване на ресурсите. Пример за схема на резултатите е показана на Фигура 9.

Фигура 9. Пример за критерии на модела за резултатите за определяне на приоритетите на проектите

Продукт / предимство за конкурентоспособност:

- o предлага на клиентите / потребителите уникални ползи
- o отговаря по-добре на нуждите на клиента
- o осигурява стойност за парите на клиента / потребителя

Привлекателност на пазара:

- o размер на пазара
- o степен на растеж на пазара
- o интензивност на конкуренцията на пазара (висока=нисък резултат)

Обединения (Ливъридж бизнес компетенции):

- o маркетингови обединения
- o технологични обединения
- o обединения операции / изработване

Техническа възможност:

- o размер на технически пропуск (голям =нисък резултат)
- o техническа сложност (бариери за преодоляване) (много/високи = нисък резултат)
- o степен на техническа несигурност (висока=нисък резултат)

Риск срещу Възвращаемост:

- o очаквана доходност (магнитуд: нетна текуща стойност)
- o възвращаемост върху инвестиция (вътрешна ставка на възвращаемост)
- o период на изплащане (години; много= нисък резултат)
- o сигурност на възвръщането / изчисляване на печалбата
- o ниски разходи и бързина на работата.

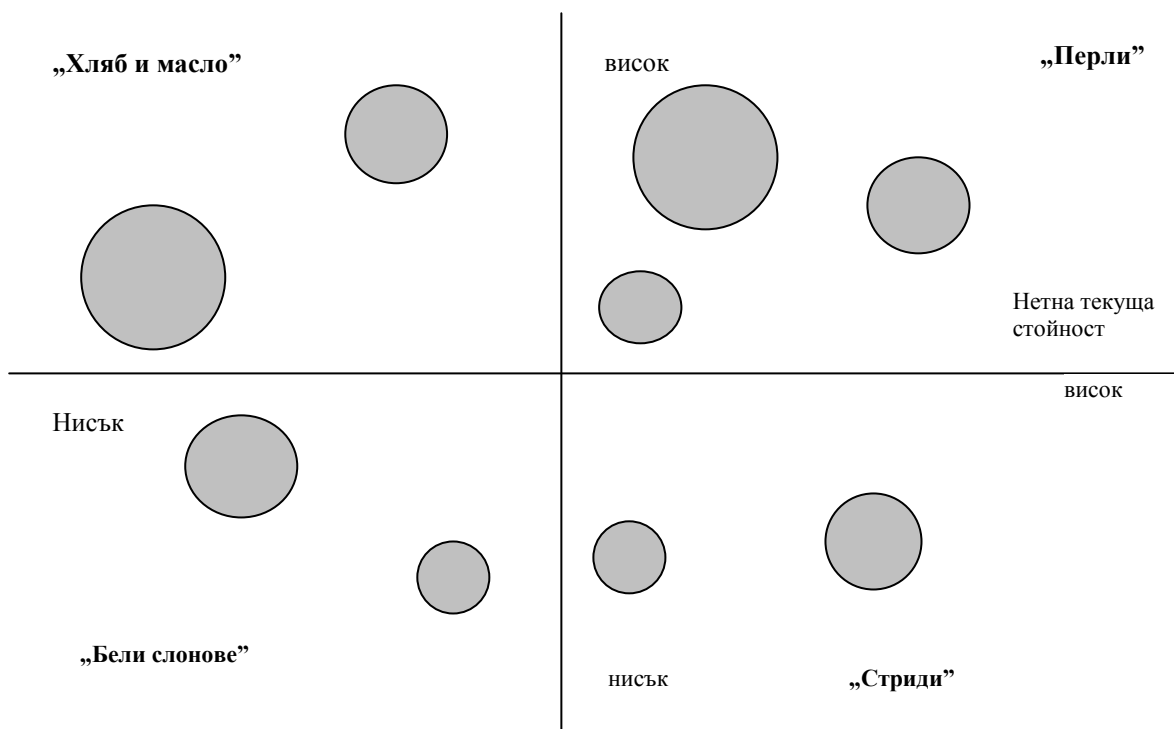
Шестте основни фактори се определят от (0-10) за всеки проект, от лицата вземащи решения. Набелязаните позиции се разглеждат докато се стигне до резултатите на фактора. Всеки фактор трябва да разчисти и най-малката преграда. Тогава се добавят (преценяват, или не) за достигане на резултата за атрактивност на проекта, който се използва при вземане на решения за продължаване/или не на проекта, и за определяне на приоритети.

Търсене на баланс в портфолиото. Тук, целта е да се постигне желан баланс на проектите, от гледна точка на броя на параметрите; например, дългосрочните проекти срещу краткосрочните; или високо рисковите срещу ниско рисковите проекти; и по различните пазари, технологии, категории на продуктите и видове проекти (например, нови продукти, подобрения, снижаване на разходите, поддръжка и внедряване и фундаментално проучване). Картините изобразяват баланса много по-добре отколкото цифрите и списъците, затова използваните техники тук са повече графични по своето естество. Те включват:

- *Диаграми на мехурчета.* Проектите са разположени върху решетка с две величини като мехурчета, както е показано на Фигура 10 (размерът на мехурчетата означава разходите за всеки проект). Окастриането варира, но най-популярната схема е диаграмата на мехурчето за риска, където нетната текуща стойност се отразява срещу вероятността за технически успех. Тогава може да се търси подходящ баланс в редица проекти (и изразходване) върху четирите квадранта.

- *Диаграми като парчета торта* показват разбивки на изразходването (харчовете), като парчета от торта. Известните диаграми като парчета торта включват разбивка по видове проекти, по пазари или сегменти и по линия продукти, или категория продукти.

Фигура 10. Пример на диаграма като мехурчета за риска



Двете диаграми и на мехурчета и като парчета торта, за разлика от инструментите за максимизиране описани горе, не са модели за решения, те по-скоро са изображение на информацията: те отразяват текущото портфолио и накъде вървят ресурсите – „какво е“. Тези диаграми осигуряват полезно начало за дискусията „как трябва да бъде“ – как трябва да бъдат разпределени ресурсите.

Стратегическо подреждане на портфолиото. Това означава, че всички проекти на компанията са „по стратегията“; и че разбивката на разходите по проектите, областите, пазарите и др., трябва да отразяват стратегическите приоритети на компанията (областите на акцента и техните респективни приоритети). Проектирани са няколко метода на портфолиото, за постигане на стратегическо изравняване(подреждане):

- *Отгоре надолу (свеждане на решенията отгоре надолу), стратегически контейнери.* Започва се отгоре с бизнес стратегия а оттам, функционални стратегии – техните цели и къде и как да се фокусира върху нови бизнес инициативи. След това, ресурсите се разделят: „при условие, че има стратегия къде да се похарчат парите? Това разделяне може да бъде по видове проекти, линии на продукта, пазари, или индустриални сектори, и така нататък. По този начин, се установяват стратегически контейнери, или обвивката на ресурсите. Тогава, във всеки контейнер, или обвивка трябва да бъдат регистрирани и подредени всички проекти – активни, задържани и нови –докато се изразходват ресурсите в този контейнер. Резултатът е многопластово портфолио, по едно на

контейнер. Друг резултат е, че изразходването в края на годината ще отразява стратегическите приоритети на бизнеса.

- *Отгоре-надолу, пътна карта на продукта.* Започва се отново отгоре, а именно с бизнес стратегията. Но тук въпросът е „при условие, че имате избрани няколко области за акцентиране на стратегията – пазари, технологии, или видове продукти – какви големи инициативи трябва да се предприемат, за да имате успех тук? Аналогично е на военния генерал, който пита: при условие, че аз искам да успеем в тази стратегическа арена, какви главни инициативи и нападения трябва да предприема, за да победя тук? Крайният резултат е съставянето на план на тези главни инициативи, наред със сроковете – пътната карта на продукта. Избраните проекти се движат от стратегията.
- *Метод отдолу-нагоре.* „Вземете добри решения по отделните проекти и портфолиото ще се грижи за себе си” е общоприетата философия. Ако системата за пропускане на проекти в дадена фирма работи добре – тоест, добрите проекти се приемат, а лошите се унищожават с времето, портфолиото в резултат на това ще бъде солидно. За гарантиране на стратегическо поддръждане при модела отдолу-нагоре, когато се използва модела за резултатите, трябва да се включат редица стратегически въпроси в модела. По този начин, портфолиото ще се състои наистина от всички „по стратегията” проекти (въпреки, че разделянето на разходването може да не съвпадне с приоритетите на стратегията).

Забележете, че независимо от метода на стратегията тук, всички тези методи предполагат, че компанията наистина има проекти, които се движат от стратегии.

Точният брой проекти. Повечето от фирмите имат твърде много проекти, при ограничени ресурси на разположение. Резултатът е патова ситуация: проектите се нареждат на опашка; минава доста време докато достигнат пазара; и ключови дейности – например извършването на предварителна работа – се пропуска, заради липса на хора и време. Така, натежава целта да се гарантира баланс между ресурсите, необходими за активните проекти и наличните ресурси. Ето начините:

- *Ограничения за ресурсите.* Методите за максимизиране на стойността (цел 1) вградена в ограниченията за ресурсите – поддържа/класира проектите до изчерпване на ресурсите. Същото е вярно за диаграмите на мехурчета (цел 2): сумата на тези области на мехурчетата – ресурсите предвидени за всеки проект – трябва да бъдат постоянни, и добавянето на още един проект към диаграмата изисква анулирането на друг.
- *Анализ на капацитета на ресурси.* Определете нуждата от ресурси: подредете проектите по приоритети (от най-добрите до най-лошите) и добавете необходимите ресурси по отдели за всички активни проекти (които могат да се изразят в пари, човеко-дни на месец и др.). Софтуерът за управление на проекта, като MS Project, улеснява да се премине през тези изисквания за ресурсите. Тогава, трябва да се определят наличните ресурси (доставката). По-подробната оценка, т.е., отдел по отдел и месец по месец, обикновено отразява това, че има твърде много проекти; подсказва граница на проекта (точката, зад която проектите в списъка с приоритети трябва да се удържи); и тя определя, кои отдели са пречката.

Резюме

- Вземането на финансови решение има шест основни стъпки: определяне на целите; определяне на възможния курс на действие; съгласяване на данните, уместни за решението; оценка на данните и достигане до решение; изпълнение на решението; мониторинг на ефектите от решението.
- Отделянето на инвестиционните от финансовите решения, говори за това, че ако има възможност да се вземат и дадат пари назаем, решенията по инвестициите и финансирането трябва да се разделят. При условие, че бизнесът инвестира всички възможности, които имат процент на възвращаемост по-висок от процента при вземане / даване на заем, богатството на акционерите ще се максимизира, а методът на финансиране не се отразява на богатството на акционерите. Тези заключения се базират на опростени предположения.
- В практиката, критериите за създаване на стойност обхващат и финансовите и нефинансови критерии. Нефинансовите критерии включват такива критерии, като стратегическо поддръждане, конкурентна позиция и така нататък. Финансовите методи за оценка на създаването на стойност, включват периода на изплащане, нетната текуща стойност, вътрешната ставка на възвращаемост (процент), икономическата печалба. Всички те могат да се прилагат и при решение за инвестиране, и за прекратяване на инвестиция.
- Ако фирмата организира своите дейности по проекти, методът за управление на портфолиото помага да се максимизира стойността, която фирмата създава. Стойността на портфолиото може да се максимизира, като се използва нетната текуща стойност, очакваната търговска стойност, или методите за резултатите. Балансът на портфолиото, от гледна точка на броя на проектите, размера, риска и т.н. се постига с онагледяване на диаграми с мехурчета и като парчета торта. Стратегическо поддръждане се постига с помощта на стратегически контейнери, пътна карта на продукта, или метода отдолу нагоре.

Ключови термини

- Модел за етапи на вземане на решения
- Вземане на решения
- Икономическа печалба (Икономическа добавена стойност)
- Очаквана търговска стойност (ECV)
- Вътрешна ставка (процент) на възвращаемост (IRR)
- Нетна текуща стойност (NPV)
- Период на изплащане (PBP)
- Управление на портфолиото на проекта
- Модел за резултатите
- Теорема за разделяне
- Стратегическо планиране

Допълнителна литература

1. Cooper, R.G., Edgett, S.J. (2001). Управление на портфолиото за нови продукти: Подбиране на победителите // Работен документ № 11. Online: <http://www.prod-dev.com>.
2. Crawley, S. (2005). Провалено определяне на проекти за проучване и разработване. Online: <http://steven crawley.com/papers/>=
3. Damodaran, A. (2005). Приложни корпоративни финанси: Наръчник на потребителя. Ню Йорк: Wiley

4. Schloser, M. (2002). Бизнес финанси: Приложения, Модели и Случаи. Harlow: Pearson Education.

Преглед на въпроси и проблеми

1. Когато се взема решение, информацията трябва да отговаря на два критерия, за да бъде уместна и да си струва да се вземе предвид. Кои са тези критерии?
2. Защо, съгласно теоремата за разделяне, методът на функциониране (еквитет или заем) не засяга богатството на акционерите?
3. За какво служи ключовата точка в метода на нетната текуща стойност при вземане на решение за инвестиране, която го прави най-правилния метод?
4. Оценете икономическата печалба на вашата компания.
5. Защо решенията за прекратяване на проект допринасят за създаване на стойност?
6. Кои от методите помагат да се постигне стратегическо подреждане в портфолиото на проекта?
 - а) нетна текуща стойност;
 - б) вътрешна ставка на възвращаемост;
 - в) очаквана търговска стойност;
 - г) отбелязване на резултати.

3. ФИНАНСОВО ПРОГНОЗИРАНЕ И МОДЕЛИРАНЕ

Съдържание	• Планирането в сравнение с бюджетирането, в сравнение с прогнозата • Съставяне на проформа отчети (включително отчета за доходите, баланса и отчета за паричния поток) • Оценка на нуждата от финансиране (включително външно финансиране) • Степен на устойчив растеж • Използване на сценарий при прогнозирането • Случай: разработване на speedsheet модел (команда в MS Excel)
-------------------	---

Разрешаването на бизнес проблеми, като се използва финансово / създаване на стойност, мислене, изисква следните умения:

- Определяне на проблемите, така че те да могат да се анализират, от гледна точка на създаване на стойност;
- Търсене и анализиране на подходящата информация;
- Избиране на адекватни финансови методи и определяне на подходящи променливи и взаимовръзки;
- Изграждане на същите в ефективни модели, разбиране на резултатите на тези модели и тестването им срещу идеи/понятия и теории.

3.1. Планирането в сравнение с бюджетирането в сравнение с прогнозирането

Термините „планиране”, „бюджетиране” и прогнозиране понякога са заменяеми при използване, но всеки играе определено различна роля.

Планирането се отнася до определяне на комплект от цели от високо ниво, формулирани за да се начертае стратегическата насока. Планът обикновено се подготвя от група по стратегията, от висшето ръководство на мениджмънта на компанията, използвайки метода за спускане на решенията „отгоре надолу”. При планирането се използват изчерпателни обобщени сметки (често – позиции от отчитане на работата); плановете отразяват повече от външния акцент. Тоест, планът показва как напредват финансовите и оперативни планове на фирмата, така че инвеститорите и собствениците да могат да планират и начертаят общия напредък на компанията. Плановете са типични за многогодишен цикъл (от една до пет годишна перспектива, като 1 година е оперативния план и пет години – стратегическия) и се обновяват всяка година.

Когато се разработят плановете, определят се и целите за определени приходи и разходи (а може би капитала и броя на служителите), така че да може да се постави по-висока цел. Целта обикновено има двойна роля. Първо, целта действа като ръководство за работата и мениджърите на персонала, също и за фирмата; тя осигурява на мениджмънта на фирмата база за сравнение от високо ниво за стратегията. Целите са проектирани да демонстрират как напредъкът на определена стратегия ще се отрази върху отчета за печалбата и загубата, баланса и паричния поток през определен кръгзор на планиране. Може би фирмата въвежда нов продукт, излиза на нов пазар, или приема нова стратегия на ценообразуване. Какъвто и курс да поеме фирмата, целите определят финансовите и човешки ресурси на фирмата и могат обикновено да се изразят на някакво обобщено ниво. Тъй като целите стават по-подробни, те стават

бюджет, а ролята на линията на поведение (работата), или мениджърът на персонала става *повече изпълнителска и по-малко ръководна*. Фундаментално, целта трябва да отразява „*какво*”.

Бюджетирането се отнася за подробна финансова програма за това *как* фирмата се готви да изпълни плана. Бюджетите се подготвят след поставяне на финансовите цели. Бюджетът включва споразумение, одобрение от топ мениджмънта и ангажимент на собствениците на бюджета, които са отговорни за ефикасното управление. Бюджетът трябва да е свързан с цялостния план в цифри. Той е различен от прогнозата в смисъл, че планът а следователно и бюджетът, поставя минимални изисквания, докато прогнозата обикновено е преценка на това, какво вероятно ще се случи.

Пример 4

Вие можете да изберете да направите бюджет за продажба на 180 MLTL и да използвате тази цифра при калкулиране на вашите вероятни разходи, печалба и така нататък.

На базата на вашето проучване на пазара, обаче вие предвиждате продажби на 200 MLTL, и поставяте цел от 220 MLTL, за да разширите продажбите си. Ако всички ваши разходи се покриват от цифрата в бюджета, тогава вие ще направите по-голяма печалба, ако достигнете прогнозата и още по-голяма, ако постигнете целта.

Въпреки това, това е важна особеност, в практиката, за по-голямата част от бизнеса, прогнозата и бюджетът ще бъдат едни и същи.

Бюджетите се подготвят изчерпателно, отговарящо на това как трябва да се впишат актуалните резултати. „Актуално срещу Бюджет” е средство за преценка на това как работи фирмата, в сравнение с това, което е казано на мениджмънта, когато се предават бюджетите. Така, някой може да счита бюджетирането като управление на сбор от критерии/мерки за изпълнение. Тези мерки трябва заедно да включват:

- фиксираните активи и изискванията за капитала;
- приходите, преките разходи и брутния марж;
- позиции и разходи за човешки капитал (заплати, ползи и др.);
- общи и косвени разходи;
- други позиции специфични за областта на бизнеса на въпросната фирма.

Тези „под-бюджети” заедно образуват рамката за управление на работата на компанията, през кръгзора на бюджетирането. Типично, много фирми се обръщат към всяка от компонентните части поотделно, но това е пакет – който взет като едно цяло – наистина представлява инструмент за преценка на работата и разрешаване на планирането.

Съществуват няколко правила, на базата на практическия опит, които отделят добрите, от лошите практики на бюджетиране:

1. Преработвайте бюджета, когато се променя оперативната среда.
2. Работете за поставянето на разумни цели.
3. Възлагайте правото за решение на хората, които имат съответните умения и необходимата информация.
4. Не прехвърляйте границите на контрол на ръководителя.

5. Имайте предвид, че процесът на поставяне на очаквания не е непременно стимул, съвместим с действителната работа.
6. Когато се възложи правото за решение, гарантирайте отговорност и отчетност от възложеното.
7. Имайте предвид характера на бизнес единиците и търсете базирани на пазара решения.
8. Имайте предвид проблемите през периодите, свързани с преценката на работата и проектирането на стимули.

Първото от осемте правила, на базата на практическия опит е почти винаги нарушавано от бюрократите, които настояват, бюджетите да се предават по едно и също време всяка година, независимо от това, дали е необходима ревизия, или не. Когато се случи драматично (и обикновено непредвидено) бизнес събитие, в рамките на бюджетния цикъл, основните предположения за бюджетирането се променят и уместността на оригиналния бюджет може да намалее драматично. Следователно, когато се появи информация, която променя съществено възможността, поставена от фирмата, тогава е време да се ревизират плановете, които са заложили в бюджета и предават отново. Бюджетен цикъл от една година е разумен само в бързо променяща се среда. Правила 2 и 5 са тясно свързани. Майкъл Дженсън (2002) е цитиран да казва, че процесът на бюджетиране е само стимул за лъжа”. По-ниското ниво на управление има стимул (интерес) да поставя ниски очаквания – достатъчно ниски, че да бъдат лесно преодолими - процес наречен *sandbagging* (нечестна постъпка). Има два начина за преодоляване на този проблем:

1. Да бъдете по-добре информирани. За да има двупосочно решение, между топ мениджмънта, който трябва да постави очакваните стандарти за работата, и мениджмънта от по-ниско ниво, който трябва да изпълнява, е необходимо, топ мениджмънтът да се заеме и положи усилия да разбере бизнеса, който те оценяват. Може да се събере критична информация, от предишни мениджъри на бизнеса, от доставчици, клиенти, инженери и от правителствени агенции. Информативната дискусия помага да се намали нечестната игра.
2. Да се създаде компенсационен план, съвместим със стимулите. Правила 3,4 и 6 са свързани с това. Заедно, те означават, че ръководителят на бизнес единицата трябва да има пълен контрол върху ресурсите. Например, системата за преценка на работата, на базата на печалбата не предвижда никаква отговорност за управлението на ефикасността на капитала. Не е за учудване, че когато мениджърите не отговарят за използването на капитала на фирмата, тогава приходите от продажбите на валутна единица от ангажирания капитал започват да падат. Правила 7 и 8 са лесни за посочване, но трудни за изпълнение.

Прогнозиране или проектиране. Като използвана кола, стойността на бюджета обикновено съкращава момента „излязъл от мода”. Предположенията се променят, бизнес правилата се променят и стават неща, които са извън контрола на собствениците на бюджета. По тази причина, повечето фирми имат проекти, или прогнози. Прогнозата е просто отражение на новата, най-добра оценка за това, как ще завърши остатъка от цикъла на бюджета. Прогнозата, или проектирането типично, включва годишните действителни резултати, наред с най-добрата преценка на остатъка на бюджетния цикъл. Някои мениджъри казват, че един от критериите за отличаването на прогнозата от плана и бюджета е ангажимента: прогнозата наистина не включва ангажимент (като прогнозата за времето – може да се направи прогноза, или предскаже, но не може да се планира); може да се

ревизира, когато се получи нова информация. Прогнозата може да бъде основа за плана и тогава за бюджета (но не обратно).

Анализ за промените и изключенията. Повечето мениджъри обичат да сравняват действителните резултати с всички – планирани, бюджетни и прогнозни числа. Тъй като цифрите на плана са типично фокусирани върху по-високо ниво на подробности, анализът на действителните срещу плановите е най-ценен също и при по-високо ниво – например центровете за печалба, отделите, бизнес единиците и др. В оперативния мениджмънт, най-важното на анализите, обаче е сравняването на действителните резултати с бюджетите, или онези, които сравняват действителните и прогнозните. Тези два анализа гледат към бъдещето, но имат и ретроспективна гледна точка.

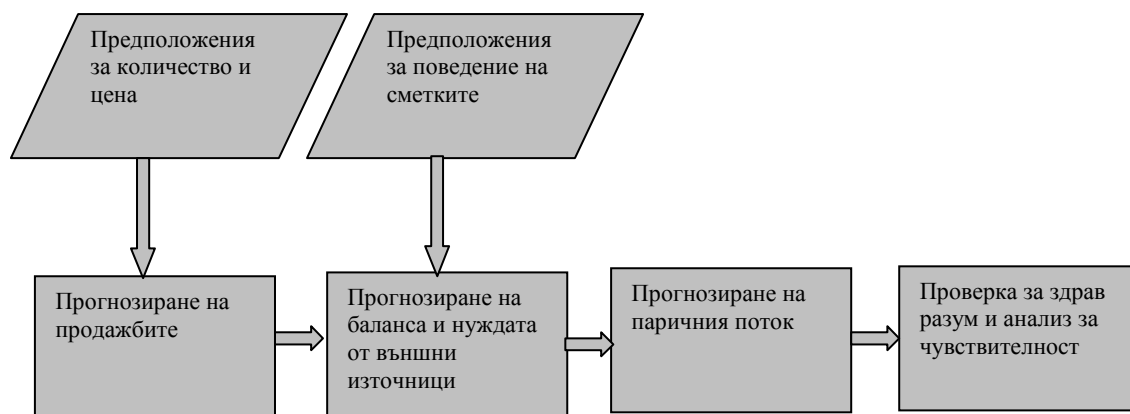
3.2. Изграждане на проформа отчети

Прогнозирането на финансовите отчети на фирмата може да помогне и на финансовите и на генералните мениджъри. проформа отчетите помагат на *финансовия мениджър* да планира финансовите нужди на фирмата. С преценка на отчета за бъдещи приходи и сметките на баланса, може да се каже *какви* финанси са необходими, и *кога* може да са необходими. Едното намерение на проформа анализа е да прогнозира финансовите отчети на фирмата, при определени условия. Тъй като общите активи трябва да са равни на сумата на общите задължения и екуитета на собственика, всеки дисбаланс ще изисква действие от страна на мениджмънта. След прогнозиране на сумата и времето на дисбаланса, финансовият мениджър може да уреди финансиране (например, заеми), или инвестиция (например ценни книжа, които се търгуват на борсата), преди нуждата да стане критична.

проформа отчетите помагат на *генералните мениджъри* в цялостното планиране (например, нивата на наемане на работа и инвентар) и при разрешаването на проблеми. След разработване на прогнозите, мениджърът може да анализира резултатите, за определяне на потенциалните проблемни места и да планира съобразно с това. Откриването на проблеми и опитът да се намерят решения предварително е за предпочитане, отколкото да се научи за проблема в реално време. Подобно, като се „вниква” в бъдещето с проформа отчетите, мениджърът може да предвиди възможности и да се подготви да ги използва, преди да са отминали.

В допълнение към инструмента на планиране, проформа отчетите, заедно с действителните резултати, могат да се използват за оценка на работата и за извършване на корекции на неправилно предвиденото. Анализ на промените, сравнение на плана с действителното изпълнение, помага на мениджъра да анализира работата на фирмата през бюджетния период, да определи силните и слаби страни и да направи междинно напасване на плана.

Фигура 11. Поточна схема на финансово прогнозиране



Поточната схема на финансовото прогнозиране се представя на Фигура 11. Първата стъпка във финансовото прогнозиране е прогнозирането на продажбите, което обикновено пряко засяга текущите активи и текущите задължения, както и задържаната печалба в баланса. Прогнозирането на фиксирания активи и дългосрочните източници на финансиране в баланса, и прогнозирането на паричния поток може да стане едновременно – в зависимост от избрания метод – директен, или косвен – за изработване на отчета за паричен поток.

Когато прогнозните отчети са готови, за да се гарантира, че прогнозата е логична и обоснована, е необходима проверка за здрав разум. Това позволява да се определи косвено, дали качеството на прогнозата, от гледна точка на методологията (т.е. обоснованост на предположенията) и съдържанието (т.е. резултатите от прогнозираните действия) са задоволителни. Това може да се направи като се използват коефициенти (съотношения), хоризонтален и вертикален анализ.

Точността на проформа отчетите е ограничена от логичността на предположенията, използвани при изработването им. Често, редица финансови отчети се изработват, като се правят различни предположения относно продажбите и зависимостта между продажбите и сметките в баланса. Това е нещо като *анализ за чувствителност*. Като резултат комплектът от отчети предлага най-вероятните резултати за фирмата и обхват от финансови нужди. Анализът за чувствителност може да се използва, за да се отговори на въпроси, като как ще се променят финансовите нужди на фирмата, ако продажбите са 10 % под, или над очакваното ниво, и др.

3.2.1. Прогнозиране на продажбите

Първата стъпка при подготовката на проформа финансовите отчети е да се прогнозира продажбите. Въпреки, че е трудно, прогнозирането на продажбите е важно, защото те нормално влияят върху балансите на сметките на текущите активи и текущите задължения (например с увеличаване на продажбите, фирмата обикновено ще има нужда от извършване на повече инвентаризации и ще има по-

голям баланс на приходните сметки); задържаната печалба е също обвързана с продажбите през маржа на печалбата и коефициента на изплатения дивидент.

Продажбите типично зависят от индустрията, икономиката, сезона и много други фактори.

Индустрия. В широк смисъл, двете основни променливи в приходите от продажбите са единичната цена и обема. Тези две променливи обикновено имат реципрочна зависимост (т.е. типична крива на търсенето). Следователно, твърдението, че „единицата на търсенето ще се повиши с 20% през следващите пет години” не означава, че приходите от продажбите (единична цена $\times$ обем) ще се увеличат със същата сума, за този същия период. Индустрия, която се реконструира може драматично да размести пазарния дял сред участващите. Прогнозите за продажбите трябва да определят важните тенденции и тяхното отражение върху бизнеса на фирмата.

Икономика. Циклите на икономическия бизнес (експанзия и рецесия) може да имат драматично влияние върху някои фирми, влошаващи проблемите на прогнозирането. Цикличността засяга не само нивото на продажбите, но също така може и да промени зависимостта между продажбите и сметките на баланса. Индустриите, които имат нужда от голяма инвестиция на капитал имат тенденция да добавят капацитет в големи обеми. Единичните цени се повишават и падат, в зависимост от това дали в момента има недостиг, или излишък на капацитет в индустрията. Така, проформа техниките трябва да се модифицират за цикличните индустрии, особено ако има спад

Сезони. проформа балансите в края на годината може да проектират необходимостта от външно финансиране на фирмата, при определени условия; обаче, те са статични. Когато продажбите са сезонни, пиковите нужди от финансиране може да превишат проформа проектирането, защото проформата е „за всяко време”. Нещо повече, историческата зависимост в края на годината между продажбите и сметките в баланса може да се различава по време на пика. Например, приходните сметки на производител на играчки може да достигнат средно 5% от годишните продажби всяка година в годишния отчет на 31 декември. Обаче, през пика на продажбите през август, когато търговците на дребно складира за Коледа, приходните сметки могат да се увеличат до 30% от продажбите. Нещо повече, през септември, инвентарът може да достигне пик при 25% от продажбите, въпреки, че през декември инвентарът може да бъде много по-малък. Анализаторът трябва да разработи месечен проформа баланс за запознаване със сезонността, за уреждане на достатъчна кредитна линия.

3.2.2. Прогнозиране на баланс и нуждата от външни финанси

проформа балансът се изработва чрез прогнозиране на отделни балансови сметки, за бъдеща дата и обобщавайки ги тогава във формат на финансов отчет. Балансите на сметките се прогнозира чрез определяне на силите, които влияят върху тях и проектиране на това, как сметките ще се влияят в бъдеще, от такива сили. Продажбите, политиката на фирмата и споразуменията за ограничаване на дълговете са често съществени сили.

А. Текущи активи и текущи задължения

След получаване на прогнозата, може да се изработи пробния проформа баланс. Сметките, които имат тенденция да варират при продажбите се прогнозират типично първи. Често, текущите активи и задължения, като приходни сметки, инвентар и разплащателни сметки ще се движат с продажбите. Например, фирма може прави сравнително постоянен процент продажби на кредит.

Обратно, други сметки, като дългосрочни дългове и дивиденди може да се движат от други решения на мениджмънта, не от продажбите. Някои сметки като заводи и оборудване в края на краищата може да имат връзка към продажбите, но не задължително всяка година. Например, фирма може да има излишен капацитет позволяващ увеличаване на продажбите, без инвестиране в нови активи. Тогава, когато заводът (инсталацията) и оборудването бъдат притиснати от капацитета, тези фиксирани активи може да нараснат по-бързо, отколкото продажбите, тъй като оборудването и заводите имат склонност да се представят като „обща” сума. Може да е трудно да се купят 10% от фабрика, когато продажбите се увеличават с 10%. Трите общоприети начини за описване на историческата връзка между продажбите и текущите сметки са:

1. процент на продажбите;
2. съотношение, коефициенти;
3. анализ за регресия.

За да се илюстрира, инвентарът и разплащателните сметки ще бъдат прогнозирани, като се използва метода за процент на продажбите. Приходните сметки и брутната печалба може да се прогнозират, като се използват коефициенти/съотношения. Например, маржът на историческата печалба може да се използва за предсказване на бъдещите печалби, а средните периоди на плащане / събиране може да се използват за прогнозиране на разплащателните, или приходните сметки. Паричните суми ще се прогнозират като се използва анализа на регресия. Изборът на техниката за прогнозиране може да варира, в зависимост от вида на връзките между прогнозните променливи, наличната информация и периода от време.

Пример 5

Процент на продажбите. Таблицата по-долу показва нивото на продажбите, нетната печалба и текущите сметки за 2007-2009.

‘000 €	2007	2008	2009
Продажби	134,0	189,0	213,0
Нетна печалба	7,1	11,6	10,2
Пари	7,0	11,7	10,2
Приходи	13,7	21,0	24,8
Инвентар	18,0	24,0	30,2
Разплащане	11,0	17,2	19,0

Инвентарът е бил 13.4, 12.7, и 14.2 процента от продажбите за 2007, 2008 и 2009, респективно.

Средно, инвентарът е 13.4 % от продажбите. Така, при дадена прогноза на продажбите за 2010 от 230, инвентарът е прогнозиран да бъде 30.9 (230.13.4%). Средно разплащателните сметки са 8% от продажбите; така, разплащателните сметки се изчисляват на 18.4 (230.8%).

В този пример, средното или *средната величина* се използва във връзка с процента на метода на продажби. Обаче, ще има ситуации, когато е по-разумно да се използва друг статистически коефициент, като *начин* (форма) или *медиана*. Използването на мениджърско, или експертно мнение при екстраполиране на насоката нагоре, или надолу е също подходящо и желателно.

Пример 6

Съотношения. Използвайки приходните сметки и данните на нетния приход от таблицата в Пример 5, може да се калкулират съотношенията на средният период за събиране и маржа на печалбата.

Приемайки, че всички продажби са на кредит и 365 дни в годината, на фирмата ѝ трябва да се събере типичната сметка през 2007, 2008 и 2009 г. респективно.

Отбележете: средният период за събиране се калкулира по

$$ACP = \frac{\text{Приходни сметки}}{\text{Средно дневни продажби}} = \frac{\text{Приходни сметки}}{\text{Общо продажби} / 365}$$

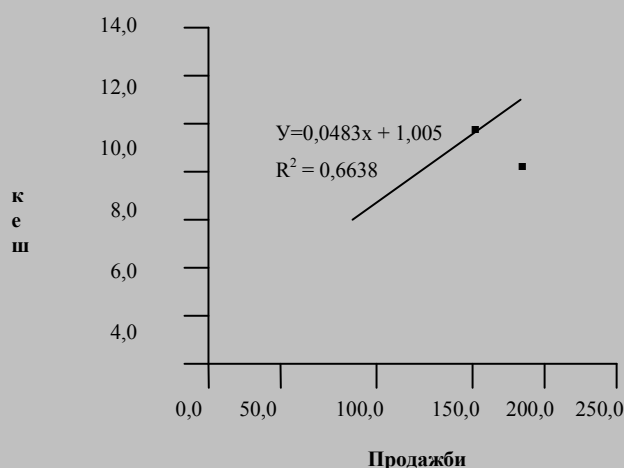
При тези съотношения и някои планирани подобрения в процесите на исковите за плащане и събирането, мениджмънтът се надява, че приходите през следващата година ще се събират за 40 дни, средно. Така, приходните сметки през следващата година се предвижда да бъдат 25.2 ((230/365).40).

Маржът на печалбата на фирмата е в диапазон от 6.1 % през 2008г. до 4.8% през 2009г. или средно 5.4 %. Използвайки тази три-годишна средна величина, нетната печалба за 2010 се прогнозира да бъде 12.4 (230.5.4%).

В този пример се открива нетния доход, като се използва съотношението на маржа на печалбата. Типично, мениджърите ще прогнозират проформа отчета за доходите, допълнен с изчисления на разходите, като разходи за продадената стока, разходи по продажба и администрация, лихви и данъци.

Пример 7

Регресия: Фигурата по-долу илюстрира техниката на регресия за парите (x са продажбите, y- нивото на парите).



Паричните баланси са разположени срещу продажбите и са начертани „най-съответстващите” линии. Тази линия, или статистическа връзка, наред с прогнозата за продажбите от 230 може да се използва за прогнозиране на новото ниво на парите. Особено за 2010, прогнозата за парите ще бъде $0.0483 \cdot 230 + 1.005 = 12.1$.

Освен ако отсечката в уравнението на регресия не клони към нула, процентът на метода на продажбите и техниката на регресия ще дадат леко по-различни изчисления. Обикновено, изчислението на регресия е по-точно, защото то позволява базова сума на актива, когато продажбите са нулеви.

В практиката, функцията на регресия, или функцията на диаграмата в Excel се използва за намиране на линията на регресия.

Съвети за спредийт:

В MS Excel, за да се начертае линията на регресия следвайте тези инструкции:

- Вкарайте диаграма (chart): **<Insert>**, изберете **<Chart>**. Ако имате един вариант, за който искате да видите линията на посоката, изберете **Line** тип на диаграмата (същото се отнася и ако имате няколко серии, за които искате да видите отделните посоки). Иначе, ако имате два варианта, единият от които зависи от другия, изберете **Scatter** тип на диаграмата.
- На диаграмата, с десен бутон кликнете върху точката на сериите, за които вие бихте искали да видите линията на регресия. Изберете **<Add Trendline>**.
- С десен бутон кликнете върху линията на посоката. Под **<Options>** кликнете **<Display equation on chart>** и **<Display R-squared value on chart>**. Просто оставете R-squared да покаже колко добре линията на вашата насока отговаря на данните. Колкото R-squared е по-близко до 1, толкова е по-добро съответствието.

Отправляме две предупреждения, когато се прилагат процента на продажбите, съотношенията и метода на регресия. Първото се отнася за броя на годините на историческите данни, а второто касае потенциалните проблеми, свързани с прогнозирането на сметките, базирани на продажбите. Първо, необходима е преценка при определяне на това, колко далече в миналото трябва да се отиде при изчисляване на историческата зависимост. В дадените примери, се използват данни от три години. Обаче, ако политиките на фирмата, или бизнес средата са се променили, тогава вероятно ще бъдат уместни само данните от последната година, при предвиждане на бъдещето (тогава, от регресия няма никакъв смисъл). От друга страна, ако политиката и средата са стабилни, тогава вероятно ще трябва да се използват данните от 6 или 7 години назад (всъщност само тогава може да се използва регресия).

Второ, всичките три от горните техники са основани на историческата зависимост между различните сметки и продажби. Тези исторически зависимости не винаги могат да издържат. Съзнателна промяна в политиката ще промени историческата зависимост. Например, поради високия марж, фирмата може да реши да либерализира своята кредитна политика, като удължи кредита на клиентите с по-слаба финансова позиция. Когато анализаторът се усъмни, че може да се случи промяна на политиката, или когато той иска да види последиците от препоръчана промяна, тогава историческите данни могат, в най-добрия случай, да служат за начало за нова оценка. Решение на мениджмънта да закупи инвентар, на базата на икономическа поръчка, количественият модел също ще разчупи историческите модели. С нарастване на продажбите, сумите на инвентара няма да нарастват, но честотата на поръчките ще нараства. Връзката между продажбите може също да се промени, с разрастване на фирмата. В примера с регресията, прогнозата за парите е те да нараснат с 0.48 евро цента, на всяко евро от продажбите. Тази зависимост може да бъде вярна единствено в един обсег на продажби, да кажем от 150 до 250 хиляди. Над този обсег, връзката може да се промени, поради производство в големи количества, или използването на технология и концентрирана банкова система, които не са били възможни, когато фирмата е била малка.

Критичната точка е, че проформа отчетите не са само линейни проекции на миналото. проформа отчетите са инструменти за научаване и планиране, използвани за определяне на проблемите, свързани с друга година на „бизнес както обикновено”, за съдействие за решаване на онези проблеми, преди те да се случат. Мениджърът трябва да събере информация относно миналото, настоящето и бъдещето, и тогава да разработи най-добрите възможни планове за непредвидени случаи.

Проверка Въпрос 5	Направете прогноза на инвентара на вашата фирма и разплащателните сметки, като използвате метода за процент от продажбите.
Проверка Въпрос 6	Направете прогноза на печалбата на вашата фирма и приходните сметки, като използвате избрани коефициенти/съотношения.
Проверка Въпрос 7	Направете прогноза на парите и техните еквиваленти, като използвате регресия.

Б. Сметки определени не на база продажби

Задържана печалба. Сметката на задържаната печалба в баланса е функция на доходността на фирмата и нейната политика за дивидентите. Както текущите сметки, печалбата на фирмата обикновено е тясно свързана с продажбите. За прогнозиране на задържаната печалба за следващата година, анализаторът трябва първо да прогнозира нетния доход и тогава да определи колко ще се плати за дивиденти. Задържаната печалба в баланса е натрупана (кумулятивна) сметка; нарастваща всяка година от нетния доход и свиващите се дивиденти:

$$\text{Прогнозна задържана печалба} = \text{Текуща задържана печалба} + \text{Нетен доход} - \text{Дивиденти}$$

Могат да бъдат направени обикновено две предположения за политиката за дивидентите на фирмата: дивидентите са или константна сума в долари, или константна пропорция печалба.

Други сметки. Другите сметки по баланса често нямат такава близка връзка с нивото на продажбите, както текущите сметки. Типично, всяка от тези други сметки трябва да бъде третирана индивидуално. Такива сметки могат да се поддържат константни, при текущо ниво на долара, или променени по някакъв определен начин, нямащи връзка с обемите на продажбите. Следното са някои предположения, които се използват обикновено, когато се изчисляват другите сметки.

Таблица 2. Общи предположения за прогнозиране на сметките в баланса

Сметка	Общи предположения
Нето инсталация и оборудване (P&E)	(1) Константа (ако съществува неизползван капацитет) (2) Процент от продажбите (ако може да се напасне в малки суми) (3) Прогноза = Текущи P&E + Разходи на капитала P&E – Обезценяване (ако се знае бъдещото инвестиране)
Дългосрочен дълг (LTD)	(1) Константна сума в пробната проформа (2) Прогноза LTD = Текущ LTD – изплащане на дълга + Постъпления от нов дълг
Общ фонд (CS)	(1) Константа в пробната проформа (2) Прогнозен CS = Текущ CS+Постъпления от продажби на нов фонд – Изкупуване на фонд
Платими полици/записи	(1) Константа в пробната проформа (2) Понякога, платимите полици /записи се използват за изработване на баланса, приемайки, че всички необходими нови външни средства, ще се вземат назаем от банка.

Както в случая на прогнозиране на текущите активи и задължения, необходима е добра преценка, когато се прогнозират тези сметки, защото всяка ситуация е различна. Добрият мениджър ще събере информация от *минали данни, настоящи политики и бъдещи очаквания*, тогава ще направи най-добрата възможна оценка.

Накрая, балансът трябва да балансира. Ако екуитетът и страната на задълженията са по-ниски от активите, дефицитът ще трябва да се финансира чрез външно финансиране, алтернативно, излишъкът ще трябва да се инвестира. Балансиращата сума понякога се нарича „ключова цифра” (калкулирана като общо пробни активи

минус общия пробен екуитет и задълженията). Ако тази цифра е положителна, това показва, че е необходимо външното финансиране за изравняване на активите със задълженията и екуитета на собствениците. В пробната проформа, дългосрочният дълг и общия фонд често се поддържат константни, докато се намери необходимата сума за допълнително финансиране. Тогава, могат да се добавят допустимите суми на дълга, базирани на ограниченията на заема, с всякакъв остатъчен баланс покрит от екуитета.

Ключовата сума може да бъде също и отрицателна, което показва, че фирмата е генерирала вътрешно повече от достатъчно парични средства за финансиране на проектни активи. В такъв случай, излишните парични средства могат да се използват по много начини, включително изплащане на разплащателни полици, инвестиране в ценни книжа, които се търгуват на борсата, или увеличаване на сумата на изплащаните дивиденди.

Когато проформа отчетът за доходите и балансът се изработват едновременно, трябва да се внимава да се вържат заедно. Например, разходите за лихви в отчета за доходите трябва да се отнесе към нивото на дълга носещ лихвите в баланса. Нивото на дълга също има обратна връзка с отчета за доходите, като данъците. По-високите лихви намаляват печалбата преди данъците, а оттам и сумата на данъците върху дохода.

Ако нивото на дълга носещ лихвите в проформа баланса не е уточнено, необходимо е итеративно решение (повторно) на сметките за лихвите и дълга:

1. направете грубо изчисление на разходите за лихви (вероятно на базата на предишната година) и калкулирайте нетния доход;
2. използвайте получения нетен доход за прогнозиране на задържаната печалба и изработете проформа баланс, включвайки размера на заема;
3. върнете се в проформа отчета за доходите и впишете по-доброто изчисление на лихвата;
4. тогава върнете се отново в баланса, ако вашето първо изчисление на лихвата е извън маркираното. Третата и четвърта стъпка са примери на обвързване на проформа отчета за доходите с проформа баланса.

3.3. Оценка на нуждите от финансиране

Ние знаем, че използването на разполагаемите парични средства (активи в баланса) трябва да са равни на източниците на парични средства (екуитет и задължения в баланса). Така, всяка прогнозирана промяна в активите ще трябва да се покрие от промяната със същия размер, от страна на екуитета и задълженията.

Увеличаването в прогнозните активи отговаря на увеличаването на *общата нужда от допълнително финансиране* във фирмата. Обаче, някакво финансиране се генерира „автоматично”, с развитие на дейностите на фирмата, т.е. фирмата прави печалба и могат да се придобият някакви активи (например, суровини) с отложено плащане – те могат да се наричат „вътрешни” източници. Като се имат предвид тези „автоматично” генерирани източници на финанси, ние може да оценим нуждата от външни парични средства:

Нужда от външни парични средства = прогнозно използване – прогнозни „вътрешни” източници

Друг начин за изразяване на тази връзка е да се свърже нетното използване и източниците на средства с прогнозната промяна в активите, задълженията и задържаната печалба. Изразено по този начин се получава:

$$\text{Нужда от външни парични средства} = \Delta \text{ активи} - \Delta \text{ задължения} - \Delta \text{ задържана печалба}$$

Ако източниците и използването на средства се изчисляват като константен процент от продажбите, сумата на външното финансиране за период от една година може да се калкулира, съгласно формулата, която е дадена по-долу. Обаче, тази техника е доста опростена и не е точна, ако всички източници и използване на средства не се движат като процент от продажбите (например, тя не отчита такива събития, като покупката на нови фиксирани активи, или изплащане на дългосрочен дълг); този метод не дава богати детайли на пълната проформа. Формулата трябва също да бъде нагласена за последователно натрупване на ползи, задържани от печалбите, ако се прави прогноза за повече от година.

$$\text{Нужда от външни парични средства} = \frac{A_0}{S_0} \cdot \Delta S - \frac{L_0}{S_0} \cdot \Delta S - S_1 \cdot p \cdot (1-d),$$

Където A_0/S_0 - процентна връзка на променливите активи към продажбите;
 L_0/S_0 - процентна връзка на променливите задължения към продажбите;
 $\Delta S (= S_1 - S_0)$ - прогнозирана промяна в продажбите;
 d - първоначален коефициент на изплащане на дивиденди (% от нетната печалба, изплащан като дивиденди);
 p - марж на нетната печалба (нетна печалба разделена по продажби);
 S_1 - прогнозно ниво на продажбите.

Ако нуждата от външни парични средства е положителна, фирмата ще трябва да реши как да ги повиши. Разбира се, вероятно най-простото решение ще бъде да се намалят разходите за да се увеличат печалбите; но приемайки, че фирмата вече работи ефективно, тогава са необходими някакви други източници на парични средства. В някои ситуации, фирмата може да реши да използва всички краткосрочни финансираня, или платими полици/записи. Това ще намали проектирания текущ коефициент на фирмата и ще повиши коефициента на дълга на фирмата. За повишаване на всички парични средства с дългосрочен дълг ще остави текущия коефициент непроменен, но ще увеличи коефициента на дълга на фирмата. Смесицата от краткосрочни срещу дългосрочни дългове ще зависи от наличието на кредит на фирмата, натиска на заемите и очакванията за лихвения процент.

Ако не може да се използва дълга за осигуряване на средства за всички нужди от външно финансиране, фирмата трябва да повиши остатъка с финансиране на екуитета. Или трябва да се продаде нов фонд, или да се изплатят по-малко пари във вид на дивиденди.

Проверка Въпрос 8

Да предположим, че фирмата, описана в Пример 5, трябва да поддържа текущ коефициент най-малко 1.2 и общ коефициент на дълга от не-повече от 46%. Ако фирмата използва дълг за финансиране на своите нужди, колкото е възможно повече, трябва ли да се използва допълнителен екуитет?

Баланс за 2009:

Инсталация&Оборудване	81,0	Обикновени акции	20,0
Инвентар	30,2	Задържана печалба	59,0
Приходни сметки	24,8	Дългосрочен дълг	13,1
Кеш	10,2	Разплащателни сметки	18,0
		Други задължения	36,1
Общо активи	146,2		146,2

3.4. Устойчива степен на растеж

Ако няма възможност да се повишат паричните средства външно, за да се балансира използването с източници, като последно средство, може да се наложи фирмата да намали използването на парични средства до точката, до която използването може да се финансира с наличните източници. Обаче, такава ситуация означава, че растежът ще трябва да се забави, защото проектираният растеж е извън наличните средства.

Установяването на нуждата от допълнително външно финансиране равно на нула (само вътрешно генериран екуитет и пропорционална сума на дълга) и решаването на степента на растежа на продажбите дават устойчив растеж (растеж, който може да бъде задържан, без допълнително външно финансиране) по формулата:

$$\frac{\Delta S}{S_0} = \frac{S_I \cdot p}{A_0 - L_0} \cdot (1-d),$$

Тъй като S_I умножено по p е равно на прогнозирания нетен доход, а $(A_0 - L_0)$ е равно на екуитета в началото, горното уравнение може да се формулира отново така: устойчив растеж, g , равно на възвръщаемостта върху началния екуитет, $ROBE$, умножено по коефициента на задържане (едно минус коефициента на изплащане).

$$g = ROBE (1-d)$$

В практиката, вместо $ROBE$, за по-просто, често се използва ROE . Така, закръгляването, често използвано в практиката, е следното:

$$g \approx ROE (1-d).$$

Проверка Въпрос 9

Калкулирайте устойчивата ставка на растеж за вашата фирма. Какви ще бъдат вашите препоръки, ако мениджърите на фирмата искат растеж на фирмата при 20% ставка?

3.5. Сценарий при прогнозирането

При моделиране на финансовите резултати, се използват сценарии, за да се покаже възможното бъдеще. Те са удобни за използване, защото могат да помогнат да се анализират променливите, които имат отражение върху резултатите на прогнозата. Обикновено, фирмите разработват три вида сценарии:

- Базов сценарий, който е изграден върху най-вероятни предположения.
- Песимистичен сценарий, който е базиран на предположенията, които са по-неблагоприятни, от тези в основния сценарий.
- Оптимистичен сценарий, който е базиран на предположенията, които са по-благоприятни, отколкото в базовия сценарий.

Песимистичният и оптимистичен сценарии показват възможните отклонения от най-вероятния (базов) сценарий, следователно, те определят възможните рискове (риск е шансът, за това, че ще има отклонение от очакваната стойност) и позволява планиране на съответни действия, за смекчаване на риска, които са необходима, неразделна част на финансовия план, или прогнозата.

Разработените сценарии трябва да вземат предвид обстоятелствата. Съществуват четири опции, които определят развитието на сценария в течение на времето.

1. Експлозия. Сценарии от този тип са базирани върху предположението, че не може да се продължава така, и че в бъдеще ще има някакви радикални промени (например, икономически спад, повишаване на конкуренцията и др.).
2. Стабилно положение. Този тип сценарии са базирани на убеждението, че ще се върнем към предишните времена.
3. Трансформация. Сценарии от този тип се създават, когато промени в технологията, икономиката, политиката и така нататък се очаква да повлияят на прогнозата, или плана.
4. Сценарият на „статуквото”, често наричан „както е, само повече”. Сценариите от този тип предполагат, че бъдещето ще се развива по подобен начин, както преди, но възможно с различно темпо. Този тип сценарии са най-лесни за създаване.

В зависимост от целите на разработената прогноза, сценариите може да се разработят по два начина:

- *Поглед напред*. При този метод, стартовата точка е настоящата ситуация. Подготвеният сценарий се базира на текущата ситуация, историческите данни и наличната информация относно бъдещето (или възможно бъдеще).
- *Поглед назад*. При този метод, се поставят първо бъдещите цели, след това се разработват редица алтернативни опции, които показват, какво трябва да се направи, за да се постигнат тези цели.

3.6. Случай: разработване на спредшият модел

Следният случай демонстрира как може да се разработи прост финансов модел, като се използва спредшият (команди обозначаващи прилагане в Excel 2003, но използването в целия софтуерен спредшият може да бъде пряко).

Нека вземем манифактурно предприятие, което има верига за търговия на дребно. През предишните години, фирмата се е разширила доста и стратегическата линия за продължаване на експанзията на пазара остава. Обаче, независимо от увеличаващия се оборот, фирмата изпитва спад в доходността. От вас се иска да прогнозирате за идните три години финансовите отчети и активите, нуждите от финанси на

фирмата. Историческата информация за финансите на фирмата е представена на Таблица 3.

Следните предположения ще трябва да се използват за разработване на модела:

- Продажби: 12% увеличение през идущата година
- CoGS : % от продажбите
- Оперативни разходи: % от продажбите
- Разходи лихви: 6% от дълга (включително дългосрочни и овърдрафт)
- Корпоративен подоходен данък: 15% (приложим в Литва)
- Дивиденди: константа (както при предишните години)
- Текущи активи: % от продажбите
- Фиксирани активи: % от продажбите
- Дългосрочен дълг: константа
- Минимален паричен баланс: 7 милиона

Таблица 3. Историческа финансова информация на манифактурното предприятие

	Реални /действителни		
ОТЧЕТ ЗА ДОХОДИТЕ	2007	2008	2009
Приходи от продажби	170,3	185	209,6
- Разходи (стойност) продажби	71,6	74,5	84
Брутна печалба	98,7	110,5	125,6
- Оперативни разходи	87,4	93	116
- Разходи за реконструкция	9	1,5	0,6
Печалба преди лихви и данъци (ЕВИТ)	2,3	16,0	9,0
- Нетни разходи по лихви	0,1	0,8	2,5
Печалба преди данъци (ЕВТ)	2,2	15,2	6,5
- Данъци	0,5	2,6	0,9
	=====	=====	=====
Нетна печалба (загуба)	1,7	12,6	5,6
- Обикновени дивиденди	6,1	6,1	6,1
	=====	=====	=====
Задържана печалба / загуба	(4,4)	6,5	(0,5)
БАЛАНС			
Нетни фиксирани активи	49,2	58,7	62
Други активи	0	3,3	3,8
Инвентар	21,6	25	28,7
Приходни сметки	15,6	17	17
Пари	19	13,4	9,2
Други текущи активи	7	8,7	9,8
	=====	=====	=====
Общо активи	112,4	126,1	130,5
Екуитет на акционерите	64,1	70,6	70,1
Дългосрочни задължения	15,7	20,6	34,3
Други задължения	1	0,6	0,2
Разплащателни сметки	7,3	11,5	6
Платими данъци	6,3	6,6	4

Прираст	5,9	8,7	6,4
Овърдрафт	0	0	0
Други текущи задължения	12,1	7,5	9,5
Общо екуитет и задължения	112,4	126,1	130,5

Следвайте тези стъпки, за да разработите модела:

Стъпка 1. Стартирайте софтуера на спредшията. Установете рекалкулацията на MANUAL, така че моделът да повтори, само когато вие натискате CALCULATE (F9) [изберете <Tools> меню, тогава <Options>. Кликнете на <Calculations> tab; изберете бутона до <Manual> и въведете 1 в <Maximum iterations>]. Това е необходимо за да се демонстрира как работи модела. Когато се запознаете с модела, можете да се върнете на автоматично калкулиране.

Стъпка 2. Използвайте файла с историческите данни за планиране на модела. За улесняване на анализа за чувствителност, най-добре е да поставите входящите данни и / или предположенията или най-горе на работния лист, или до всяка позиция (както е случая в настоящия лист).



Case3.6 financials

А. Разработване на отчет за доходите като се въведат съответни формули. За първи път въведете 0 за лихвите (първо, ние нямаме още информация относно сумата на дълга и второ, важно е повторението да работи правилно).

Б. Разработване на баланса. Уверете се, че сте вързали баланса с формулите (включително връзката с отчета за доходите (линията на задържаната печалба). Изчислете текущите активи, текущите задължения и общия екуитет. Овърдрафтът става „ключовата” цифра, която балансира двете страни на баланса. Тази сума е вашето изчисление на външното финансиране, необходимо за фирмата (изчислете я като извадите сумите за екуитета и задълженията от общите активи). Ако ключовата цифра е отрицателна, поставяте баланса на линията (реда) на парите.

В. Повторение. Първоначално, вие сте въвели разход за лихви равен на 0 в отчета за доходите, но това не може да се коригира, ако дългът е висящ / неуреден, или ако излишъкът от пари е инвестиран в инструменти, носещи лихви. Отчетът за доходите и балансът са взаимнозависими (това е „кръгов” проблем: разходите за лихви са необходими за изчисляване на задържаната печалба, която е необходима за изчисляване на дълга). Начинът, за справяне с проблема ще бъде вкарването на най-доброто изчисление на дълга в баланса (или овърдрафта), тогава изчислете лихвите, тогава отново изчислете ключовата цифра, тогава отново изчислете разходите за лихви и така нататък. Спрете да повтаряте, когато промените станат малки (нормално 5-10 пъти ще бъде достатъчно).

За да се направи това в спредшията, след изработване на баланса, върнете се в отчета за доходите и вкарайте формулата за изчисляване на лихвите като „лихвен процент х дълг”. Натиснете <F9> ключ/клавиш и ще видите промяната в работния лист. Натиснете ключа/клавиш още няколко пъти, докато цифрите спрат да се променят, което означава, че моделът се доближава до решение. Лихвите ще бъдат точно 6% от дълга и баланса, който балансира.

Когато видите, как работи това, може да поискате моделът да конвергира, без да има нужда да натискате бутона ръчно няколко пъти. За да стане това, определете броя на повторенията, които желаете спредшиятът да извърши. Определете броя на повторенията до 100 (Excel's default) и оставете компютърът да ре-калкулира автоматично [<Tools> меню, <Options>, <Calculations> tab; кликнете върху <Automatic>, вкарайте 100 в <Maximum iterations>; проверете дали квадратчето до <Iterations> е проверено].

Стъпка 3. Променете модела за ситуации, когато има минимално изискване за парите и ключовата цифра за дълга е отрицателна – това може да се случи за фирми със сезонни, или циклични продажби. Отрицателният дълг, макар и да се интерпретира като излишък пари, не е коректен начин за показване на парите. Решението е да се добави ред за излишъка пари (или формула в реда на парите) от страната на активите на баланса и да се поставят няколко нови реда / линии под последното вкарване в баланса:

Име	Формула
Пробни активи	Фиксирани активи+Текущи активи (без излишък от пари)
Пробен екуитет и задължения	Екуитет + Дългосрочни задължения+Текущи задължения (без овърдрафт)
Ключова цифра	Пробни активи – Пробни задължения

Вкарайте следната формула за „Излишни пари” : = IF (PLUG<0;).

За овърдрафт: = IF (PLUG>0=0; PLUG;0;). Вместо думата „PLUG”, трябва да се използва адресната клетка за действителната ключова цифра.

С излишъка от пари, трябва да се генерира доход от лихви, вместо разходи от лихви. Следователно, формулата за разходите от лихви трябва да се модифицира така:

= (ЛИХВЕН ПРОЦЕНТ X ДЪЛГ) – (ЛИХВЕН ПРОЦЕНТ X ИЗЛИШЪК ПАРИ).

Пример на готови резултати е представен по-долу:

	Реални			Предположения		Прогнозни		
ОТЧЕТ ЗА ДОХОДИТЕ	2007	2008	2009	2010 – 2012	%	2010	2011	2012
Приходи от продажби	170,3	185	209,6	Растеж	12,0	234,8	262,9	294,5
- Разходи (стойност) продажби	71,6	74,5	84	% продажби	40,0	93,9	105,2	117,8
Брутна печалба	98,7	110,5	125,6			140,9	157,8	176,7
- Оперативни разходи	87,4	93	116	% продажби	52	122,1	136,7	153,1
- Разходи за реконструкция	9	1,5	0,6	% продажби	0,0	0,0	0,0	0,0
Печалба преди лихви и данъци (ЕВТ)	2,3	16,0	9,0			18,8	21,0	23,6
- Нетни разходи по лихви	0,1	0,8	2,5	% дълга	6,0	1,6	1,7	1,8
Печалба преди данъци (ЕВТ)	2,2	15,2	6,5			17,1	19,3	21,8
- Данъци	0,5	2,6	0,9	% ЕВТ	15,0	2,6	2,9	3,3
	=====	=====	=====					
Нетна печалба (загуба)	1,7	12,6	5,6			14,6	16,4	18,5
- Обикновени дивиденди	6,1	6,1	6,1	константа	6,1	6,1	6,1	6,1
	=====	=====	=====			=====	=====	=====
Задържана печалба / загуба	(4,4)	6,5	(0,5)			8,5	10,3	12,4
БАЛАНС								
Нетни фиксирани активи	49,2	58,7	62	% продажби	30,8	70,4	78,9	88,3
Други активи	0	3,3	3,8	% продажби	1,8	4,2	4,7	5,3
Инвентар	21,6	25	28,7	% продажби	13,7	32,2	36,0	40,3
Приходни сметки	15,6	17	17	% продажби	8,0	18,8	21,0	23,6
Пари	19	13,4	9,2	Сума		8,2	7,0	7,0
- от които минимум паричен баланс				Фиксирани	7	7,0	7,0	7,0

- от които излишък пари				ключови		1,2	0,0	0,0
Други текущи активи	7	8,7	9,8	% продажби	4,7	11,0	12,4	13,8
Общо активи	112,4	126,1	130,5			144,8	160,0	178,4
Екуитет на акционерите	64,1	70,6	70,1			78,6	88,9	101,3
Дългосрочни задължения	15,7	20,6	34,3	фиксиращи		34,3	34,3	34,3
Други задължения	1	0,6	0,2	% продажби	0,1	0,2	0,3	0,3
Разплащателни сметки	7,3	11,5	6	% продажби	4,0	9,4	10,5	11,8
Платими данъци	6,3	6,6	4	% продажби	2,0	4,7	5,3	5,9
Прираст	5,9	8,7	6,4	% продажби	3,5	8,2	9,2	10,3
Овърдрафт	0	0	0	ключов		0,0	1,1	2,7
Други текущи задължения	12,1	7,5	9,5	% продажби	4,0	9,4	10,5	11,8
Общо екуитет и задължения	112,4	126,1	130,5			144,8	160,0	178,4
	Вярно	вярно	вярно			вярно	вярно	вярно

Пробни активи	143,6	160,0	178,4
Пробен екуитет и задължения	144,8	159,0	175,6
Пробна ключова цифра	(1,2)	1,1	2,7



Case3.6 results

Стъпка 4: Проучване на чувствителността. Анализът за чувствителността показва как промените в прогнозните предположения ще се отразят на изискванията за финансиране. Мениджърите, или финансовите анализатори може да искат да опитат следните промени в предположенията:

- o Да предположим, че продажбите през 2002 ще бъдат с 15% повече вместо 12 %;
- o Да предположим, че CoGS ще се повишат до 47%;
- o Да предположим, че фирмата ще трябва да повиши производствения си капацитет като добави нови 50 милиона за оборудване през 2002.
- o Да предположим, че оперативните разходи се повишават по-бързо отколкото продажбите.

Какво се случва с дълга при тези обстоятелства? И кои предположения изглежда имат по-голям ефект върху бъдещите нужди от заеми?

Функцията на *Таблицата с данните* е добър инструмент за провеждане на анализ за чувствителност. Той може автоматично да калкулира параметъра, тъй като той варира при различните стойности за определено предположение. Таблицата с данните може да се построи, като се използва двустепенния процес илюстриран по-долу.

А. Създаване на таблица. Придвижете към празната страна на спредшията. Да предположим, че искаме да проучим влиянието на GoGS върху коефициента на продажбите, върху дълга / излишъка от пари. Поставете различни GoGS към коефициентите на продажбите в колоната. В горния край на следващата колона (един ред над първото GoGS към коефициента на продажбите) въведете мястото на стойността, която ще се изчислява, в този случай – дълга. В следващата колона, напишете мястото на клетката за излишъка пари.

Б. Въведете командите на таблицата с данните. Осветлете участъка, който съдържа GoGS към коефициентите на продажбите и референциите на клетките към овърдрафта и излишъка пари. Идете на **<Data>** меню **<Table>** позиция. В **<Column Input Cell>** въведете клетката, където се намира предположението на GoGS към коефициента на продажбите. Компютърът ще попълни таблицата. Резултатите се представят в този файл:



Vase3.6 results2

Отбележете, че функцията на Таблицата позволява проучване на чувствителността на два фактора едновременно. Тогава, в лявата колона се поставят стойностите на един параметър, на най-горния ред – стойностите на другия и референцията към клетката на стойността, която се проучва се поставят в горната лява клетка на таблицата (където се пресича колоната с реда с параметрите). Тогава в прозореца с команди, <Column Input Cell> се отнася за предположението, алтернативните стойности на което се поставят в лявата колона, а <Row Input Cell> се отнася към предположението, алтернативните стойности на което са поставени в горния ред.

Резултатите, които получавате трябва да се интерпретират правилно. Много е лесно да се акцентира върху цифрите и финансовите техники, обаче най-уместните интерпретации са онези, които се отнасят до логиката на бизнеса и създаването на стойност. Следователно, такива въпроси като „как е извършена прогнозата?“, „Защо предположенията, които са избрани, не са нещо различно?“, „какви са най-важните предположения, или „ключови драйвери“ в прогнозата и защо са важни те?“, „кои находки са уместни за генералния директор и какви действия трябва да се предприемат на базата на тези находки?“ и така нататък, са най-важните и трябва да им се даде отговор, на базата на извършения финансов анализ.

Резюме

- Планирането е процес на поставяне на комплект цели от високо ниво. То се нарежда преди бюджетирането.
- Бюджетирането се отнася за подробна финансова програма за това, как фирмата има намерение да се развива. Има няколко правила, които определят доброто бюджетиране, бюджетите трябва да се преправят, когато се променя оперативната среда, посочете първата.
- Прогнозите или проекциите отразяват най-доброто изчисление за това как ще бъде постигнат плана. Плановите и бюджетите обикновено се базират на прогнозите.
- Финансовото прогнозиране започва от отчета за доходите, тогава баланса и паричните потоци. Проверката за здрав разум и анализът за чувствителност са последните стъпки в процеса на прогнозиране / планиране. Процентът на продажбите, коефициентите и регресията са най-важните методи, използвани за прогнозиране на някои позиции.
- Необходимостта от външни парични средства се определя в активи, която не е покрита от „автоматични“ финанси (което е „промяна в задържаната печалба и промяна в (текущите) задължения).
- Степента на устойчивият растеж е степента до която фирмата може да расте, без да има нужда от допълнителни външни източници на финансиране.

Ключови термини

- Нужда от външни парични средства
- проформа отчет
- Некоректност
- Анализ за чувствителност
- Степен на устойчив растеж

- Обща нужда от допълнително финансиране

Допълнителна литература

1. Bragg, S.M. (2007) Финансов анализ : Ръководство за извършващите контрол. Ню Джърси: John Wiley & Sons.
2. Clarke, R., McQueen, G. (2001). Прогнозиране на финансовите отчети: проформа анализ // Brigham Young University.
3. Schlosser, M. (2002). Бизнес финанси: Приложения, Модели и Случаи. Harlow: Pearson Education

Въпроси и проблеми за проверка

1. Какви са разликите между планирането, бюджетирането и прогнозирането?
2. Какви са основните правила за добро бюджетиране.
3. Да предположим, че фирма има намерение да лансира нов продукт. Кой ще е най-добрия метод за прогнозиране на продажбите:
 - а) регресията – насока на продажбите;
 - б) регресия на продажбите върху растежа на брутен вътрешен продукт;
 - г) експертно мнение относно размера на потенциалния пазар;
 - д) метод на коефициентите.
4. Да предположим, че фирмата, която е описана в Пример 5 (балансът за 2009 е даден във Въпрос проверка 8) планира да закупи ново оборудване, стойността на което е 20. Каква ще бъде нуждата на фирмата от външни парични средства през 2010?
5. Когато първо се поставят целите, а възможностите за постигане на тези цели се анализират, такъв вид сценарии се наричат:
 - а) поглед към бъдещето;
 - б) поглед назад;
 - в) експлозия;
 - г) стабилно състояние.

4. НАБИРАНЕ НА СРЕДСТВА

Съдържание	• Критерии, използвани и от потребители и от тези, предоставящи парични средства за оценка на източниците на финансиране • Структура на общия бизнес план и някои съвети за подготовка на бизнес план • Предложения за представяне на бизнес план и подготовка на ефикасен представяне „elevator pitch (кратко, стегнато представяне – в рамките на едно пътуване в асансьор)”
-------------------	--

Когато търсим финанси, възникват три основни въпроса: какви са нуждите на фирмата, като сума и сроковете (при условие, че те генерират положителна стойност); какви са подходящите финансови източници и как да се доберем до тях. Последният въпрос е предмет на разработка в този раздел.

Дългосрочните финансови източници, в повечето случаи изискват бизнес план, който покрива по-дълга перспектива и повече аспекти, чисто финансови. Ако фирмата търси краткосрочни финанси, финансовите институции ще се ограничат с миналото и текущо състояние на фирмата; обаче, задълбочено подготвения бизнес план, дори в този случай, е предимство.

Подготвянето на бизнес план не е достатъчно, важно е да се изтъкнат неговите предимства и което дори е по-важно, да можете да го направите в кратка форма.

4.1. Критерии за оценка на източниците на финансиране

От гледна точка на фирмата и нейните съществуващи акционери, има няколко важни фактора, отнасящи се до всеки определен източник на ново финансиране. Те включват:

- административни и юридически разноски при набиране на финансите;
- разходи за обслужване на финансирането (това са разходите по осигуряването на възвращаемост за лицата, предоставили финансите, например, лихви за осигурилите дълга, дивиденди за предоставилите екуитет);
- нивото на задължение за формиране на лихви, или подобни плащания;
- нивото на задължение за изплащане на финансирането;
- приспадане на данъци от разходите, свързани с финансирането; и
- ефектът от новите финанси върху нивото на контрол на бизнеса, от неговите съществуващи акционери и върху неговата свобода на действие.

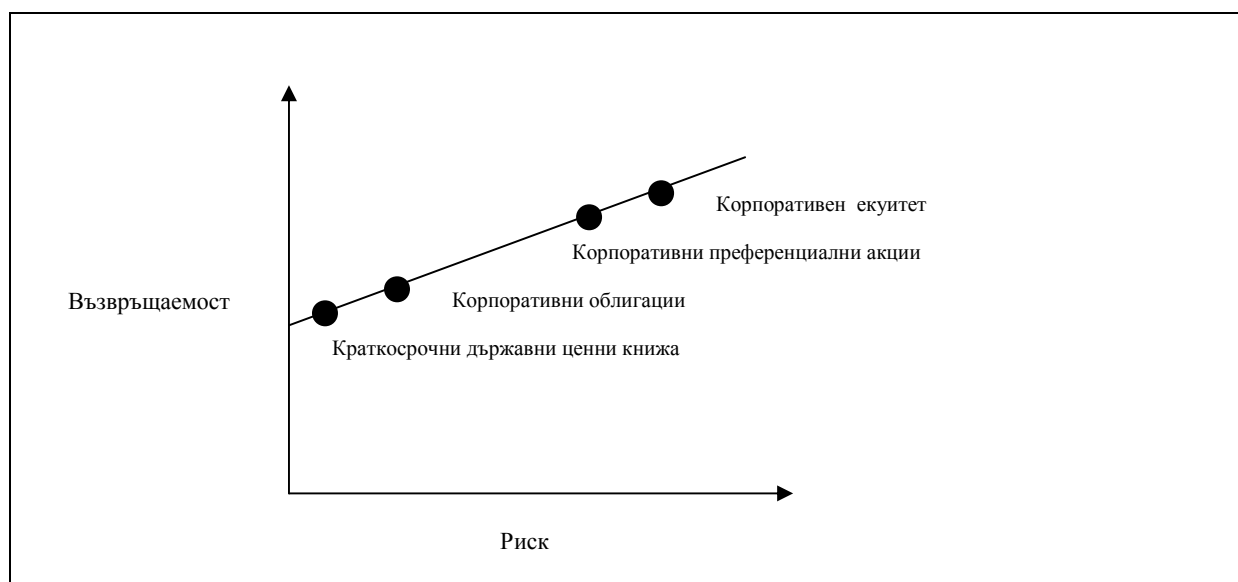
От гледна точка на лицата, предоставящи нови финанси за бизнеса, следните фактори вероятно ще бъдат от значение:

- Нивото на възвращаемост, което се очаква от инвеститорите;
- Нивото на риска присъщо за очакваната възвращаемост;
- Потенциалът за ликвидирание на инвестицията, или чрез директно изплащане от бизнеса, или чрез използване на вторичен пазар;
- Личното становище на инвеститорите по отношение на данъците, във връзка с възвръщаемостта от тяхната инвестиция;

- Степента на контрол, или влияние върху делата на бизнеса, които инвеститорът вероятно придобива, вследствие на инвестирането.

Резултатите от теорията и проучването подсказват, че инвеститорите очакват и действително получават, средно, по-висока възвращаемост, когато е включен по-висок риск. Взаимодействието изглежда нещо, като отразеното на Фигура 12.

Фигура 12. Взаимодействие риск/възвръщаемост за различни видове ценни книжа



За фирмата, позицията е обратната на тази на инвеститорите: източници на финанси, които са относително рискови за бизнеса имат тенденция да бъдат евтини, от гледна точка на разходите за обслужване; сигурните източници имат тенденция да бъдат скъпи. Нивото на възвращаемост необходимо на заемодателите е относително ниско, но съществуването на такива заеми представлява потенциална заплаха за благосъстоянието на акционерите. Инвеститорите на екуитет очакват висока възвращаемост, но използването на допълнителни обикновени акции няма тенденция към голямо увеличаване на риска, поет от първите акционери.

Основните финансови източници и инструменти ще бъдат оценени по споменатите по-горе критерии, в раздели 5-7. Обаче, те трябва да бъдат взети предвид още при подготовката за набиране на необходимите парични средства.

4.2. Подготвяне на бизнес план

Разработеният бизнес план трябва да демонстрира способността на фирмата да изпълнява стратегията на бизнеса на фирмата и да проектира растеж на фирмата, използвайки реалистични предположения. Планът трябва да бъде сбит, но също така достатъчен, че да подкрепя и описва точките, които ще бъдат фактори за успех за бизнеса на фирмата. Следният профил и информация могат да се използват като ръководство, при разработването на плана на предприятието. Всички части ще бъдат разгледани накратко, с акцент върху финансовата част.

Фигура 13. Елементи на бизнес плана

	Фаза 1 Бизнес ИДЕЯ	Фаза 2 Бизнес ПЛАН
1. Резюме на изпълнителния орган		
2. Продукт или услуга		
3. Мениджмънт екип		
4. Пазар и конкуренция		
5. Маркетинг и продажби		
6. Бизнес система и организация		
7. Изпълнение на графика/програмата		
8. Възможности и рискове		
9. Финансово планиране и финансиране		

1. Резюме на изпълнителния орган. Резюмето за изпълнителния орган е предназначено да повиши интереса на тези, които вземат решения. То трябва да съдържа кратък преглед на най-важните аспекти на бизнес плана. В частност, то трябва да осветли продукта, или услугата, стойността за клиента, съответните пазари, вестината на мениджмънта, изискванията за финансиране и възможната възвращаемост върху инвестицията. Резюмето на изпълнителния орган е извлечение в две, или три страници на ключови точки от бизнеса, причините поради които клиентите се нуждаят от продукта, или услугата и цели да привлече вниманието на този, който го чете, за да прегледа придружаващата го информация. То е сбито представяне на бизнеса, без подкрепящи аргументи. Предложения за елементите, които да бъдат включени в това резюме на изпълнителния орган:

1. *История на фирмата.* Кога, къде и защо започва работа фирмата?
2. *Мениджмънт и собственици на фирмата.* Кои са мениджърите и собствениците; каква е тяхната квалификация; и какво е финансовото състояние на компанията?
3. *Продукт или услуга.* Какво продава фирмата; нови ли са продуктите, или вече установени; защитени ли са от патенти; и разработват ли се повече продукти?
4. *Пазар.* Къде се продават продуктите на фирмата; как навлиза фирмата на пазара; кои фирми имат водеща роля на пазара; каква е тенденцията за растеж?
5. *Финанси.* Те трябва да се съдържат в резюме от половин страница, представят се историческите продажби и печалби на фирмата, включително резюме на проформа прогнозите.
6. *Изисквания.* Каква е сумата на финансите, която е необходима за бизнеса и как тя ще помогне на фирмата да постигне своите цели?

Заглавията на предметите и допълнителни въпроси не се предвижда да бъдат включени. Предприемачът, който подготвя бизнес плана предава важна информация за своя бизнес и този, който го чете трябва да притежава чувство за ред и последователност. Човек трябва да притежава творчество, при представяне на бизнеса. Планът не трябва да бъде твърде дълъг; подробната подкрепяща информация, или задълбоченият анализ най-добре е да бъдат включени в притурки. Бизнес плановите се използват за описание на бизнеса, неговите стратегии и възможности за бъдеще. Разработването на ясна, сбита презентация на бизнеса поощрява внимателното преглеждане на материала.

Този раздел започва разработването за читателя, на подробно ръководство за по-добро разбиране на бизнеса и възможността, която се представя. Резюмето набляга на важните аспекти на бизнеса.

2. Предлагани продукти, или услуги. Елементите, които този раздел покрива:

1. Подгответе подробно описание на предлаганите продукти и услуги.
2. Кой са силните и слаби страни на предлаганите продукти и услуги; имат ли някакви негативи, или недостатъци; каква е реакцията на клиентите; клиентите искат ли промени в продукта на фирмата?
3. Какъв е статусът на развитие на продукта/услугата?
4. Каква е стратегията за бъдещето развитие на продукта; има ли заделени парични средства за определено усилие, или дейност?

Всеки бизнес план се извлича от стойността на продукта, или услугата до крайния консуматор. Няма смисъл да се започне нов бизнес, ако продуктът, или услугата са превъзходни за предлагане на настоящия пазар. Функцията на продукта, или услугата се изпълнява а стойността, която консуматорът ще извлече от тях, трябва да се разгледа подробно.

Ако сравними продукти и услуги са вече налични от конкуренцията, този който съставя бизнес плана трябва убедително да конкретизира добавената стойност, която вашите консуматори ще получат от стартирането. За да се направи това, трябва да се поставите на местото на консуматора и да претеглите предимствата и недостатъците на вашия продукт, в сравнение с другите много внимателно, прилагайки еднакви критерии за всички.

При обясняване на статуса на развитие на продукта, или услугата, трябва да се поставите на местото на този, който осигурява финансовите източници, и който иска да минимизира риска включен в участието. Описанието трябва да бъде колкото може по-просто, като се въздържате да включвате твърде много технически детайли. Завършеният прототип може да покаже на потенциалния инвеститор, че мениджърите са готови да посрещнат техническите предизвикателства. Ако той подсилва разбирането на продукта, снимка, или скица може да се включи в бизнес плана. Дори е по-добре да има консуматор, който вече използва продукта, или услугата.

Регулаторните изисквания за продукта и услугите представляват друг комплект от рискове. Всички разрешителни, които фирмата е получила, трябва да бъдат приложени (например от Службите по здравеопазване, техническия контрол и др.) трябва да се отбележат в тази част.

3. Мениджмънт и собственост. Инвеститорите искат да знаят техническите и управленски способности на ключовите лица във фирмата. Някои притежатели на рисков капитал дори казват, че те инвестират в хора, не в идеи. Предложената информация е следната:

1. Съкратено резюме на принципалите, с бекграунд на техния предишен опит, отговорност и образование.
2. Принципалите инвестирали ли са някакви пари в сделката?

3. Каква е текущата / настояща компенсация за принципалите и висшия мениджмънт?
4. Каква е структурата на собствеността на фирмата днес?

Ето какво искат да знаят професионалните инвеститори:

- Екипът работил ли е вече заедно?
- Имат ли членовете на екипа съответния опит?
- Знаят ли основателите слабите им страни и искат ли да ги компенсират?
- Съгласни ли са основателите с бъдещата си роля? Уредени ли са въпросите със собствеността?
- Съгласен ли е мениджмънт екипът с общата цел, или има ли различия в мненията?
- Отделните членове на екипа поддържат ли проекта напълно?

4. Пазар и конкуренция. Елементи за покриване:

1. Кратко описание на ключовите пазари на фирмата, колко са големи и как се развиват (развиват ли се, или са развити);
2. Какви сегменти в този пазар са атрактивни за компанията и как тя ще ги постигне, увеличи, или задържи позициите си на пазара?
3. Какви продукти, или услуги цели фирмата за всеки пазарен сегмент; как фирмата предвижда растежа на бизнеса във всеки от тези пазарни сегменти, в които се цели; има ли нови сегменти на пазара, в които фирмата представя съществуващи, или нови продукти?
4. Описание на конкуренцията. Кои са някои от най-големите конкуренти на фирмата; какъв е техният съответен пазарен дял; какви са силните и слаби страни на най-основните конкуренти на фирмата; как продуктът, или услугата на фирмата се сравняват, с тези на конкуренцията (т.е. цени, дистрибуция, услуги, друго)?

5. Маркетинг и продажби. Елементи за покриване:

1. Крайният въпрос е защо някой ще купува продукта, или услугата на фирмата, а не на конкуренцията?
2. Маркетинг стратегия:
 - о какви са каналите на дистрибуция на фирмата;
 - о как стига продуктът на фирмата до клиента;
 - о какви са целите на маркетинга на фирмата;
 - о какво извън услугите, използва фирмата за подпомагане в тази област;
 - о каква е стратегията на ценообразуване на фирмата;
 - о кой контролира ценообразуването на продукта, или услугата?

В общи линии, добре планираният маркетинг и дейностите на продажбите са ключовите елементи на добре измисления бизнес план. Те изискват убедително описание на вашите стратегии за лансиране на пазара, маркетинг и планираните мерки за промоция на продажбите. Рамката, която трябва да се спазва е тази на четирите „P”: продукт, цена, място и промоция (на английски: product, price, place, promotion).

6. Производство. Това е приложимо само ако има продукт, който е произведен. Въпросите, на които фирмата трябва да отговори са:

1. Техническите средства достатъчни ли са за постигане на желаното качество и количество на продукцията; има ли планирана експанзия и какъв капитал е

- необходим; колко ефикасни са техническите средства; има ли заплаха от стачки; какъв тип взаимовръзки има фирмата с продавачите и доставчиците?
2. Къде са техническите средства сега и собствени ли са, или под наем?
 3. Разгледайте производствения процес. Има ли материали, които са били водещи; фирмата част ли е от групата ISO 9000, или има ли фирмата високи стандарти за контрол на качеството?
 4. Кой са силните и слаби страни на производствените технически устройства на фирмата; какво трябва да се направи за да се подобрят; кои са положителните и отрицателни производствени фактори, които влияят върху фирмата; каква е способността на фирмата, в сравнение с тази на фирмите-конкуренти?
 5. Каква е стратегията на фирмата за подобряване на разходите за производство?
- 7. Бизнес система и организация.** Ключовите въпроси, на които трябва да се отговори са следните:
1. Как изглежда бизнес системата за продукта/услугата?
 2. Какви дейности ще извършва самата фирма? С кои партньори ще работи фирмата? Какви са предимствата на съвместната работа за фирмата и нейните партньори?
 3. Какви бизнес функции допълват организацията и как е структурирана?
 4. Какви ресурси се необходими (количествени и качествени) за създаване на продукта/услугата? Колко голяма е нуждата от технически вложения (суровини, материали за създаване на продукт/услуга)?
 5. Какъв капацитет за изработване на продукта и услугата е планиран (брой единици)?
 6. Как и на каква цена, е възможно да се нагласи капацитета в кратък период от време?
 7. Какви мерки са планирани за гаранция на качеството?
 8. Колко от продуктите трябва да се сложат на склад? Ако е необходим склад, как ще се организират инвентаризациите?

Бизнес система. Всяка предприемаческа задача се състои от редица отделни дейности. Когато те се представят систематично, във връзка една с друга, резултатът е бизнес система. Моделът на бизнес системата начертава дейностите, необходими за подготовка и доставка на крайния продукт до клиента. За по-голяма яснота, те се групират във функционални блокове. Изработването на бизнес система е добър начин да се разберат бизнес дейностите на фирмата; те трябва да се разглеждат систематично и разкриват прозрачно. Широко приложима бизнес система, обща за почти всички индустрии и предприятия е показана на Фигура 14.

Фигура 14. Широко приложима бизнес система



Горният модел трябва да се използва като стартова точка за проектиране на определена бизнес система. За производителя, например, може да е полезно да раздели категорията

на производството на няколко етапа, като покупка, преработка на суровините, компонент изработване и сглобяване. Някой може да има нужда да отдели продажбите в логистика, дистрибуция на едро и продажба на дребно, например. Нещо повече, текущото бизнес развитие говори за отворени бизнес системи, когато дори основни дейности се извършват от партньорите, така че схемата на бизнес системата може (и трябва) да бъде разширена и да включва също и стратегическо партньорство.

Организация. Важно е задачите и отговорностите да бъдат ясно делегирани; организацията трябва да бъде гъвкава и винаги адаптивна към новите условия.

„Да направим, или да купим” и решения за партньорство. След като се определи сърцевината на бизнеса, е необходимо да се помисли за това, кой ще извършва отделните дейности най-добре. Дейностите извън избрания фокус трябва да се дадат на трети страни. Например, поддържащите дейности не трябва да се извършват непременно от самата фирма; те могат да включват деловодството, човешките ресурси, поддръжката на техническите устройства и т.н. За всяка дейност, въпросът, който трябва да се зададе е: Ние ли да го правим това, или някой друг да го прави – да направим, или да купим?

Решенията за това „да направим, или да купим” трябва да бъдат съзнателни, взети след преценка на предимствата и недостатъците. Партньорство с доставчика, например не може да се реши от днес за утре, а някои партньори не могат да бъдат заменени лесно, ако поради някаква причина, тях вече ги няма. Когато се обсъждат решенията „да направим, или да купим”, трябва да се оценят всички финансови и нефинансови критерии:

- **Стратегическо значение.** Тези аспекти на работа, които имат голям принос за конкурентоспособността на фирмата са от стратегическо значение за бизнеса. Те трябва да останат под контрола на фирмата. Една технологична фирма трудно може да се откаже от проучване и разработване, а производителят на стоки за консумация никога няма да изостави своите маркетингови дейности.
- **Перспектива за растеж.** Партньорството ще позволи на млада фирма да се възползва от силата на установените фирми и да акцентира върху развитието на техни собствени силни страни. Чрез партньорството, вие може да растете по-бързо, отколкото самостоятелно.
- **Удобство.** Всяка бизнес дейност изисква определени способности, които може да не са на разположение сред управленския екип. Екипът трябва, поради това да обсъди, дали в определени случаи ще е най-добре да се извърши определена задача, усвоявайки необходимите способности, или дали няма да бъде по-добре да се възложи задачата на специализирана фирма. Специалистите може не само да извършат задачата по-добре, но те също така могат да предложат и предимство на стойността, благодарение на по-високите производствени обеми.
- **Наличност.** Преди да се вземе решение за покупка, фирмата трябва да разбере дали продуктът, или услугата е на разположение във вида, или според необходимата спецификация. Ако е невъзможно да се намери някой да достави, това от което се нуждае фирмата, може да се намери бизнес партньор, който желае да придобие необходимите умения да извършва това.

Партньорството включва рисковете, които обикновено се оставят настрана, когато бизнесът върви добре. Доставчик с изключителен договор може, например да изпадне в затруднено положение, ако купувачът внезапно намали драстично производството си и закупува по-малко компоненти. Това е особено вярно, ако доставчикът е придобил специализирано оборудване, което не може веднага да се използва за други поръчки и купувачи. Обратно, купувач може да срещне затруднения, ако голям доставчик спре да доставя (банкрут, пожар, стачки и др.). Такива рискове и възможни финансови последици трябва да се обмислят задълбочено от началото, и вероятно да се регулират с договор. Ликвидацията също е нещото, което трябва да се покрие в договорите; важно е да се опише подробно, при какви условия партньорът може да се оттегли от партньорството.

8. Изпълняване на програмата. Ключовите въпроси са следните:

1. Кои са най-важните етапи за развитието на бизнеса, и кога трябва да се достигнат? Кои задачи и етапи са взаимнозависими?
2. За кои задачи / етапи се предвиждат пречки?
3. Колко нови служители ще бъдат необходими в отделните бизнес функции през следващите 5 години? Какво ще струва това?
4. Списък на планираните краткосрочни и дългосрочни инвестиции. Какви инвестиции ще бъдат необходими, кога и кои етапи ще се достигнат?

Инвеститорите искат да знаят как бизнес собствениците и мениджърите предвиждат развитието на техния бизнес. Реалистичен пет-годишен план ще засили доверието сред инвеститорите и бизнес партньорите. Акцентът трябва да пада върху най-важните етапи и най-важните взаимнозависими събития. Таблицата за изпълнение Gantt може да бъде добър инструмент за онагледяване на схемата за изпълнение.

Програмата за изпълнение включва също така и планиране на човешките ресурси. С разрастване на бизнеса, систематичното планиране на персонала ще става все по-необходимо. Растежът ще изисква набиране на нови служители, които ще трябва да бъдат обучени и интегрирани в бизнеса. За да се достигне до общите разходи на човешките ресурси (заплати и косвени разходи за труд) за отчета за доходите в бизнес плана, разходите трябва да бъдат част от планирането за персонала. Разходите за персонала зависят от редица фактори, като самата индустрия, квалификацията на служителя и възрастта. Допълнително, косвените разходи за труд могат да достигнат до над 50% от надницата.

9. Възможности и рискове. Въпросите за покриване:

1. Пред какви основни рискове (пазар, конкуренция, технология) се изправя фирмата?
2. Какви мерки ще бъдат взети, за да се противодейства на тези рискове?
3. Какви извънредни възможности / бизнес възможности може да види фирмата?
4. Колко реалистични са представените сценарии, от гледна точка на собствениците на бизнеса / мениджърите?
5. Какви последици имат тези рискове върху планирането на бизнеса?

Целта на това упражнение е да се определи маржа на грешката за отклонение от направеното предположение, докато се подготвя бизнес плана. Ако е възможно, с подходящи усилия, е препоръчително да се начертаят сценариите на най-добрия и най-лошия случай, включвайки ключови параметри за определяне на възможностите и

рисковете. Тези калкулации ще позволят на потенциалните инвеститори да преценят колко реалистични са вашите планове и да оценят по-добре риска на тяхната инвестиция. Променяйки различните параметри в сценариите (като цена, или обеми на продажба) позволява симулиране на това, как промяната в условията може да се отрази на ключовите цифри (анализ на чувствителността).

10. Финансови данни. Въпроси за покриване:

1. История: отчети за печалбата и загубата, паричен поток, баланс включващ бележки и предположения за последните три години (ако има такива).
2. проформа отчети: отчети за печалбата и загубата, паричен поток и баланс.

Финансовото планиране помага на мениджърите и собствениците при преценката за това, дали бизнес идеята, която те са избрали ще бъде доходна и може да се финансира. Проектният растеж в стойността произтича от планираните парични потоци от основните операции. Те се разкриват чрез планиране на ликвидността, която също дава информация за различните нужди от финансиране. В допълнение, ситуацията с печалбата на бизнеса може да се види в отчета за доходите.

Минималното финансово планиране необходимо в бизнес плана съдържа:

- калкулация на паричния поток (планиране на ликвидността), отчета за доходите, баланса;
- прогнози от 3 до 5 години, най-малко 1 година след точката на равенството, тоест, след генерирането на положителен паричен поток;
- подробно финансово планиране за първите 2 години (месечно, или на тримесечие), след това годишно;
- всички цифри, на базата на разумни предположения (само основните предположения трябва да се опишат в плана).

Трябва да има раздел на предположенията, които описват защо фирмата ще бъде в състояние да постигне определените приходи. Предположенията ще бъдат използвани за такива неща като продажбите; стойност (разходи) на продадените стоки; стойност на маркетинга; производството; постигането на пазарен дял; какви са циклите за приходните сметки, разплащателните сметки, инвентара и др.

Потенциалният инвеститор ще иска да разбере ясно как паричните средства, които се искат, ще бъдат използвани във фирмата; времето на исканата сума и как това ще се отрази на баланса, паричните потоци и отчета за печалбата и загубата.

Планиран отчет за доходите. Дали активите на фирмата растат, или намаляват зависи от долната линия / ред в края на годината. Отчетът за доходите може да помогне да се прогнозира това. За разлика от планирането на ликвидността (=планиран паричен поток), отчетът за доходите акцентира върху въпроса, дали сделките водят до увеличаване (=приходи), или намаляване (=разходи) в нетната стойност на бизнеса (определена като сума на всички активи минус дълга).

Планиране на ликвидността (паричен поток). Продажбите на продуктите, или услугите могат да се заявят през текущата финансова година, въпреки, че плащането не се извършва до следващата; в този случай приходите от продажбите ще бъдат описани въпреки, че парите още не са депозирани в сметките на фирмата. Същото е валидно и за разходите. Фирмата трябва да има определена сума пари на ръка, по всяко време, за да избегне неплатежоспособност, което води до банкрут, което ще означава финансово

разорение на вашия бизнес. Подробното планиране на ликвидността трябва да подпомогне да се гарантира положителен паричен поток. Принципът е прост: приходите се сравняват директно с разплащането. Имайте предвид, че написването, или получаването на фактура не означава, че парите са вече в сметките, или че е платена сметката. Планирането на ликвидността касае датата на плащане, когато парите действително са пристигнали, или излезли. Така, планирането на ликвидността включва само онези сделки, които водят до промяна в паричните резерви. Обезценяването, задълженията и непазарния рандеман не са включени.

Фирмата е платежоспособна, когато сумата на нейните постъпления е по-голяма от сумата на нейните плащания, по всяко време. Фирмата ще трябва да тегли капитал за тези позиции, когато това планиране не покрива всички разходи. Сумата на всички тези отделни плащания ще бъде равна на общия капитал, необходим за планиране на този интервал.

Проектиран баланс. Лицата осигуряващи капитал на екуитета (например, бизнес ангели, рискови капитали) са заинтересовани да видят как активите на фирмата се очаква да нараснат, както е представено в проектирания баланс. Както при отчета за доходите, има стандартен счетоводен формат, изискван от закона, за баланса. Проектирането на баланса се подготвя на интервал от една година.

Нужди от финансиране. Планирането на ликвидността улеснява определянето на сумата на капитала, от който фирмата ще има нужда, но то не посочва как тези нужди ще бъдат посрещнати. Обикновено се прави разлика между екуитета (инвеститорите имат вложени пари в бизнеса) и заемаен капитал (който е заем от външни източници). Снимка на наличните източници на финансиране е представена на Фигура 15.

Фигура 15. Източници на финансиране на различни етапи от развитието на фирмата

	Основаване	Начало	Растеж	Установяване
Лични спестявания				
Семейни дългове				
Правителствени помощи				
Индивиди („бизнес ангели”)				
Рисков капитал				
Ипотeki				
Лизинг				
Банкови заеми				
Борса				

Трябва да сте наясно с нуждите на фирмата и очакванията и с инвеститорите на фирмата. Ако бизнесът търси дългосрочен ангажимент и се задоволява с малката компания, съветът най-вероятно ще бъде да използвате фамилните парични средства и заеми от приятели и банки. Предприемачът ще задържи по-големия пакет акции; от друга страна, шансовете за растеж ще бъдат доста ограничени.

Ако обаче, се предвижда бърза експанзия, рисковият капитал е едната опция. Притежателите на рисков капитал обикновено очакват да получат голям дял от фирмата. Професионалните инвеститори, обаче не се интересуват от управлението на

бизнеса, доколкото бизнесът постига своите цели, дори ако тези инвеститори има по-големия дял акции. Те са инвестирали все пак в управленския екип, който да води фирмата към успех. Те ще подкрепят управленския екип активно, с техните управленски умения и ще допринасят със специфични знания, като юридически, или маркетингов опит и договори.

Калкулиране на възвръщаемостта за инвеститорите. Инвеститорите оценяват успеха на инвестицията по възвръщаемостта, която получават върху инвестирания капитал. В резултат на това, предвидената възвръщаемост трябва да бъде очевидна, от поглед върху бизнес плана.

От гледна точка на инвеститора, всички парични средства дадени на нова фирма, водят първо до отрицателни парични потоци. След изравняване на резултата за бизнеса, положителните парични потоци няма веднага да бъдат изплатени под формата на дивиденди, а първо ще се използват за заздравяване на баланса. Парите ще се върнат на инвеститорите при реализацията. За изчисляване на възвръщаемостта, може да се използва метода за вътрешна ставка/процент на възвръщаемостта (IRR). Вътрешната ставка на възвръщаемост е процентът на дискаунт, при който сумата на всички положителни и отрицателни парични потоци, сконтирани в настоящия момент, води до нула. Например, ако вътрешната ставка на възвръщаемост е 72%, това означава, че инвеститорите получават годишна възвръщаемост от 72% върху техния капитал.

9. Раздел за приложения. Той може да включва пазарна информация, информация за клиента, профили на клиента, референции, информация от проучвания, или търговски журналы, подкрепящи позицията на бизнес плана и стратегията за растеж, и референции за други източници на информация, които ще бъдат полезни за инвеститора при определянето на уместността на бизнеса на фирмата, като инвестиция за тяхното партньорство.

4.3. Представяне (на фирма, идея, продукти)

Подготовката на добър бизнес план на хартиен носител е само една стъпка към получаването на финанси. Да бъдеш в състояние да „продадеш” бизнес идеята и да привлечеш финанси изисква също и добри умения за представяне.

В контекста на бизнес финансите, представянето (или умението да изложиш съдържанието за кратко време – в рамките на придвижването в асансьор например) е сбито, внимателно планирано и добре отработено убедително описание на фирмата, или идеята за продукт, услуга или проект. Представянето се използва често от предприемачите за описване на идеята на притежателите на рисков капитал, или ангелите-инвеститори, за получаване на финансиране. Притежателите на рисков капитал често преценяват качеството на идеята от качеството на това представяне и изискват това представяне от предприемачите, за да могат бързо да отхвърлят лошите идеи и слабите екипи.

Доброто представяне е кратко и приковаващо вниманието на аудиторията, за която е предназначено (понякога се казва „описанието трябва да се извърши по такъв начин, че и баба ви да може да го разбере”).

Името elevator pitch отразява идеята, че е възможно да се предаде съдържанието на нещо, докато се возите в асансьора, или приблизително тридесет секунди, до две минути. Разработването на кратка и съдържателна реч не е лесна задача.

Краткото представяне не е като това за продажбите. Това представяне не трябва да се използва за това, да се казва на инвеститора колко е велик продукта, или услугата на фирмата. Инвеститорите „купуват“ бизнеса, не продукта и следователно, те се интересуват най-вече от това как ще върви бизнесът.

Представянето трябва да отговори на следните въпроси:

1. *Какъв е продуктът или услугата на фирмата?* Опишете накратко какво продава фирмата, не са необходими никакви дребни подробности.
2. *Кой е пазарът на фирмата/продукта?* Кратко описание на кого продава фирмата продукта, или услугата. В каква индустрия е това? Колко е голям пазара?
3. *Какъв е моделът на приходите?*
4. *Кой стои зад фирмата?* „Заложил на жокея, не на коня“ е позната поговорка сред инвеститорите. Трябва да има малко информация относно мениджмънта на фирмата и екипа и постиженията. Ако фирмата има силен борд съветници, инвеститорите ще бъдат заинтересовани от това, кои са те и какво са свършили.
5. *Кои са конкуренцията?* Кои са конкурентите и какво са свършили. Успешната конкурентоспособност може да е предимство; това е доказателство за модела на бизнеса на фирмата и/или че идеята работи.
6. *Кои са предимствата за конкурентоспособност?* Да си в една индустрия с успешни конкуренти просто не е достатъчно. Трябва да отговорите как фирмата/продуктът е различен и защо продуктът на фирмата има предимство пред конкуренцията – например, по-добър канал за дистрибуция, ключови партньори, приоритетна технология и така нататък.

Едно ефективно представяне трябва да съдържа:

1. *„Въдица“.* Представянето трябва да бъде открито, като се привлече вниманието на инвеститора с изявление, или въпрос, който да раздразни неговото любопитство и да иска да чуе повече за това.
2. *Около 150-225 думи.* Представянето не трябва да е по-дълго от 60 секунди.
3. *Страст.* Инвеститорите очакват енергия и посвещаване от страна на предприемачите.
4. *Молба.* В края на представянето, говорителят трябва ясно да изкаже своето искане – искате ли тяхната бизнес картичка, за подготвяне на пълна презентация.

Проверка Въпрос 10

Да предположим, че вашата фирма е на път да се разшири и ще търси финансиране. Помислете за подходящи инвеститори (дали това ще бъде банкер, частен инвеститор, или притежатели на рисков капитал). Изработете кратко представяне, което да отговори на всички критерии, споменати по-горе.

Резюме

- Критериите за бизнеса (заедно със съществуващите акционери) и тези, които предоставят финанси са различни. Когато търсите финансиране, трябва да прецените всички.
- Във всички източници на финансиране, рискът и възнаграждението са свързани. За бизнеса, източниците, които са евтини, от гледна точка на разходите (например, заеми), имат тенденция да бъдат рискови. Онези, които са по-малко рискови (например екуитета) са скъпи. За тези, които предоставят финанси, рискът и възнаграждението са свързани положително, тоест, високата възвращаемост означава висок риск и обратно.
- Бизнес планът е необходим, за да се вземе дългосрочно финансиране. Типичният бизнес план покрива продукти, или услуги, описание на управленския екип, пазара и конкуренцията, маркетинга и продажбите, бизнес системата и организацията, графика за изпълнение, оценка на възможностите и рисковете и финансите (нуждите и източниците).
- Подготовката на добър бизнес план на хартиен носител е само едната стъпка. Представянето често се използва от предприемачите за описание на идея на притежателите на рискови капитали, или ангели инвеститори, за получаване на парични средства. Ефективното представяне трябва да бъде стегнато и привличащо вниманието на набелязаната аудитория (осигуряващите финансиране).

Ключови термини

- Бизнес план
- Представяне
- Връзка риск/възвръщаемост
- Обслужване на финансирането

Допълнителна литература

1. McLaney, E. (2006). Бизнес финанси: Теория и Практика, 7мо издание Harlow: Pearson education.

Преглед на въпроси и проблеми

1. Използването на идеите за риска и възнаграждението обяснява защо обслужването на дългосрочните заеми обикновено е по-евтино, от краткосрочните заеми.
2. Какви са целите на бизнес плана? По какво се различава бизнес идеята от бизнес плана?
3. Какви ще бъдат финансовите рискове, които ще покриете в бизнес плана?
4. Обяснете как представянето (на фирма, идея, продукт и др.) се различава от това за продажбите? По какво се доближават?

5. ДЪЛГОСРОЧНО ФИНАНСИРАНЕ – 1: ФИНАНСИРАНЕ НА ЕКУИТЕТА

Съдържание	• Задържана печалба • Права свързани с емитирането на акции – за изкупуване на акции от нова емисия • Финансиране на екуитета от рисков капитал: бизнес ангели („неформален рисков капитал”) и рисков капитал („формален рисков капитал”) • Повишаване на екуитета чрез пазар на екуитета • Публичните фондове (помощи, субсидии), като източник на външно финансиране
-------------------	--

Съществуват три основни средства за набиране на финансиране на екуитета:

1. по-скоро задържане на печалбата, отколкото изплащането ѝ под формата на дивиденди;
2. емитиране на нови акции за съществуващите акционери;
3. емитиране на нови акции за нови акционери (които могат да бъдат професионални инвеститори, като бизнес ангели, рисков капитал, или капитал на екуитета, или публичен капитал).

5.1. Задържана печалба

Задържаната печалба е важен източник на финанси. Печалбата води до нетно увеличаване на паричните средства и задържането ѝ, или на част от нея, отколкото плащането ѝ под формата на дивиденди, всъщност е начин за повишаване на финансите.

Фактори за разглеждане, по отношение на набиране на финанси чрез задържане на печалбата

Политика за дивидентите. Политиката за дивидентите има отражение не само върху наличните финанси на фирмата, но също и върху благосъстоянието на акционерите. Задържането на част от печалбата, а не друго, има ефект върху цената на акциите, след дивидентите, тоест, върху нетното благосъстояние на акционерите.

От друга страна, част от бизнеса вместо плащане на дивиденди може да преобразува задържаната печалба в обикновени акции, които след това се разпределят върху съществуващите акционери безплатно (емитиране на акции бонус/премия).

Пример 8

Ето един примерен обобщен баланс на фирма, която е задържала част от печалбата си.

Активи (М€)		Екуитет и задължения (М€)	
Фиксирани активи	7	Обикновени акции	5
Работен капитал	4	Задържана печалба	3
		Екуитет	8
		Дълг	3
Общо	11	Общо	11

Фирмата може да преобразува всички, или част от 3 М€ на задържаната печалба в акции, които могат да се емитират про рата (равно) към обикновените акционери. Нека приемем, че са преобразувани 2 М€. Тогава, балансът ще бъде:

Активи (М€)		Екуитет и задължения (М€)	
Фиксирани активи	7	Обикновени акции	7(5+2)
Работен капитал	4	Задържана печалба	1(3-2)
		Екуитет	8
		Дълг	3
Общо	11	Общо	11

Отбележете, че преобразуването на задържаната печалба в акции оставя използването на паричните средства (активи) напълно незасегнати. Цифрата на екуитета също не се променя; приносът на обикновените акционери не се променя от емитирането на бонуси.

Разходи. *Разходите по емитирането*, които са приложими в случай на други средства за набиране на допълнителен екуитет, не са приложими за задържаната печалба. Следователно, на пръв поглед, задържаната печалба може да изглежда като източник, който не струва нищо за услугата. Обаче, това не е истина. От гледна точка на акционера, има ясна възможна цена в това, ако са платени дивиденди в пари, тези пари биха могли да се инвестират по начин, който да носи доход. Тъй като очевидното сравнение е инвестиция в екуитет от подобен риск за онези от бизнеса, които се разглеждат, задържаната печалба има *цена на услугата* подобна на тази на оригиналните обикновени акции.

Несигурност. Когато се оцени нуждата от финансиране, няма гаранция, че ще се постигне достатъчно голяма печалба, за посрещане на тези нужди. От друга страна, когато паричните средства са генерирани от печалба, тяхното съществуване е сигурно и тяхното задържане е въпрос на решение на собствениците.

Контрол. Задържането на печалбата не променя силата на гласуване на всеки отделен акционер.

5.2. Права свързани с емитирането на нови акции

Правата, свързани с емитирането са *оферти* към съществуващите обикновени акционери да изкупят допълнителни акции срещу пари, на цена обикновено значително под текущата пазарна цена на вече съществуващи цени. Следователно, правата с емитирането е начин да се наберат нови парични средства от акционерите – това е важен източник на ново финансиране на екуитета за *публичните компании*.

В Англия, това право представлява най-важният метод за набиране на нов екуитет, след задържането на печалбата. Този метод не е много популярен сред регистрираните фирми в Централна и Източна Европа, най-вече заради ограниченията на съществуващите борси. Използването на тези права от нерегистрирани фирми не е много популярно, както ще бъде разгледано по-късно.

В повечето страни, законово, тези права трябва да се уредят, преди новото емитиране да се предложи публично. Това е така, защото съществуващите акционери имат „право на първо отказване” (иначе известно като „купуване преди другите”) за новите акции. Чрез поемане на тези права за изкупуване първи, съществуващите акционери могат да поддържат собствените си съществуващи акции във фирмата. Акционерите могат и често прехвърлят тези права, чрез продажбата им на други. Акционерите могат също да гласуват за анулиране на техните права за купуване преди другите. Съществуващите права за купуване, преди другите понякога изглежда като ограничение върху способността на мениджърите на фирмата да се възползват от някои други източници за финансиране на екуитета.

Веднъж, след като бизнесът е взел решение за сумата на финансиране, която е необходима и е поставил цена, той просто предлага акциите на съществуващите акционери. Броят на акциите, които всеки отделен акционер има право да вземе зависи от броя на акциите, които вече притежава.

Пример 9

Бизнес има на разположение 4М обикновени 1 € акции, текущата цена на които е 1.80 € всяка. Бизнесът има нужда да набере 1.2 М€ от права върху емитирането на акции, при 1.50 М€ на акция. Броят на емитираните акциите ще бъде $1.2 \text{ М€} / 1.50\text{€} = 800\,000$ акции. Тези ще бъдат следователно предложени на база 1-за 5 на съществуващите обикновени акционери. Например, на акционер, притежаващ 200 акции ще бъде дадено правото да купи допълнително 40 акции. Ако акционерът не желае да използва правото си, нормално той ще може да продаде своите права на онези, които искат да ги използват.

Стойността на целия екуитет, преди правото за купуване е бил 7.2 М€ (4 М акции x 1.80 € / акция). След правото за изкупуване, общият екуитет ще възлиза на 8.4 М€ (7.2 М€ + 1.2 М€ ново набрани пари). Цената на акцията ще падне тогава до 1.75 €/акция (8.4 М€ / 4.8 М акции). Така, цената на която самите права ще бъдат търгувани вероятно ще бъде 0.25 €/право за купуване на една акция (което е разликата между цената на правото за купуване и цената след правото на купуване на акциите).

Въпросът остава, дали съществуващите акционери са по-добре, или не. Да приемем, че акционер, който има 100 обикновени акции. В този пример, той ще вземе 20 нови акции по правото на купуване. Той ще има тогава три опции:

- Да приеме офертата и да купи акциите. Тогава той ще плати 30 € (20 акции x 1.50 €/акция), и неговата стойност ще нарасне от 180 € (100 x 1.80 €) на 210 € (120 x 1.75 €). Увеличението е това, което е платил, така че като цяло, богатство на акционера не се променя.
- Продаване на правото. Тогава неговото общо богатство ще бъде 175 € в акции (100 x 1.75 €) плюс 5 € кеш (20 x 0.25 €), което е 180 – отново богатството не се променя.
- Да позволи да изгуби правото си, в който случай, неговото богатство ще намалее от 180 на 175 €.

Така, акционерът има ясен стимул да действа (или като се възползва от правата си, или като ги продаде).

Важно е да се подчертае, че правото на купуване не може да се използва непрекъснато за набиране на нови парични средства. Акционерите може да реагират лошо на фирми, които непрекъснато ги карат да използват правата си, или да купят, или да продават. Те може да продадат своите акции във фирмата, което ще смъкне цената на пазара и ще влоши положението на другите акционери.

Фактори за разглеждане, по отношение на набиране на финанси чрез правото на купуване на акции от нови емисии

Разходи. Правата за купуване на нови акции е сравнително евтин начин за набиране на финанси за екуитета, тъй като разходите за подготовка на брошура, ангажиране за купуване на всички непродадени акции, или реклама в пресата включени при ново емитиране на акции, се избягват до голяма степен.

Обаче, все пак струва пари да се извърши една такава процедура. Например, в Англия, разходите за това често се оценяват на около 4% на около 2 милиона лири набрана сума. По-голямата част от тези разходи са фиксирани (например, възнаграждението за счетоводителите и адвокатите), следователно, разходите като пропорция от стойността на набраните парични средства, ще бъдат по-високи за по-малките емисии и по-ниски – за по-големите.

Ценообразуване. Акционерите, които или продават, или поемат правата си, остават повече, или по-малко на същото положение, що се отнася до богатството, независимо от цената на емитирането. Цената, на която новите акции се емитират обикновено е много по-малка от преобладаващата пазарна цена за акциите. Дискаунт от до 20-30% е често срещан. Основната причина е да се направи офертата сравнително атрактивна за акционерите и да се поощрят да се възползват от правата си, или да ги продадат, така че емитирането на акции де е „напълно гарантирано”.

Ценовият дискаунт също действа, като защита, в случай че пазарната цена на акциите на фирмата падне преди емитирането да е приключило. Ако пазарната цена на акциите падне под цената на правото на купуване, емитирането няма да има много шансове да завърши успешно – тъй като акционерите могат да купят акциите по-евтино на пазара, отколкото като се възползват от своите права да купуват от нови емисии.

Сигурност. Рядкост е в практиката да се провали правото на купуване (виж Пример 9, който обяснява защо акционерите имат стимул да действат). Това е важен фактор, тъй като голяма част от разходите се поемат предварително и може да се изгубят, ако емитирането се провали.

Акционерите, които не желаят да се възползват от правата си, могат да ги продадат на борсата, или чрез фирмата даваща тези права, или на други съществуващи акционери, или на нови акционери. Купувачът тогава има правото да приеме акциите на същата база, като продавача.

Контрол. Освен ако голям брой съществуващи акционери не продадат своите права на нови акционери, това няма да се отрази съществено от гледна точка на контрола на бизнеса.

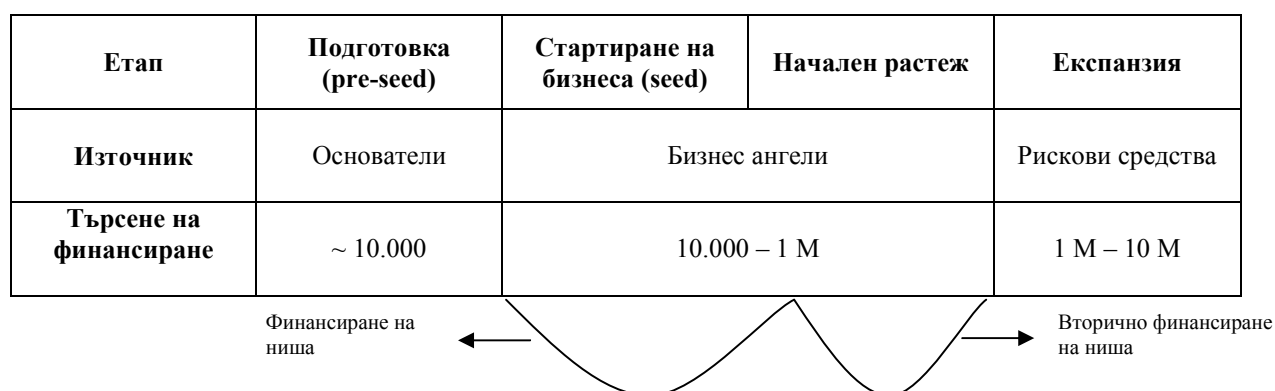
Нерегистрирани фирми. Нерегистрираните фирми често намират тези права трудни за изпълнение, защото акционерите нямат алтернативата да продадат правата си, когато акциите на фирмата не са регистрирани. Това може да означава, че фирмата е принудена да разчита на задържаната печалба, като основен източник на екуитет, да търси набиране на рисков капитал, или да вземе заем.

5.3. Финансиране на екуитета от рисков капитал

5.3.1. Ниши на финансиране

Собственици на бизнес често отчитат, че финансирането на фирмата на определен етап от развитието, може да се окаже доста трудно – дори от традиционни източници, като банки и притежатели на рисков капитал. Предприемачите се нуждаят от финансиране на сравнително ниска цена на финансиране, в определено време и място. Идентифицирани са две ниши на финансиране, които се срещат през двата етапа на процеса на обновяване и които се дължат на неефикасност на пазара на капитала и информационната ниша.

Фигура 16. Ниши на финансиране



Източник: адаптирано от Sohl (2003)

Първата ниша се появява основно при стартирането на финансов етап (виж Фигура 16). В САЩ, нишата е в обхват от 100 000\$ в долния край, точката при която парите набрани от приятели и семейства и от намаляване на разходите се изчерпват, а банките искат сигурност, което още не може да се гарантира, до 2 милиона \$, в горния край, когато рискът може да стане достатъчно привлекателен за инвеститорите на рисков капитал. Подобно, разглеждайки разходите за основаване на бизнес и жизнени стандарти, предприемачите за Литва е в обхват от няколко десетки хиляди, до 200 000 LTL (в някои случаи той достига до няколко милиона LTL). Имайки предвид, че лихвата на рисковия капитал при основаването и стартирането на фирмите е доста ниска, ролята на бизнес ангелите да финансират в етапа на основаването и стартирането става критична. Следователно, за да се поощрят иновациите, трябва да се разгледат инициативите, насочени към ангелите инвеститори.

Вторичната ниша за капитал се появява в ранния стадий на финансиране на екуитета (рисков капитал). Тъй като индустрията с рисков капитал в САЩ върви към все по-голямо и на по-късен етап финансиране, а неформалният пазар (финансиране от бизнес ангели) остава активен под прага от \$2 милиона, появява се ниша за капитал в обхват от \$2 до \$ милиона. Тази ниша се появява, когато се въвежда нов продукт (или бизнес) на пазара и производствените разходи трябва да се покриват. Имайки предвид, че и осигуряването на рисков капитал е ограничено и прагът за инвестиране на рисков капитал е много по-висок, отколкото през ранния етап на финансовите източници, проблемът от финансиране на нишата е дори по-сериозна в Литва. Нужният капитал за първоначален растеж може да бъде в обхват от 200 000 до 1 милион LTL (литовска парична единица). Рисковият капитал инвестира в по-късните етапи и средно инвестицията се движи в рамките от 2 до 8 милиона LTL.

5.3.2. Финансиране от бизнес ангели

При тези обстоятелства, фирмите имат възможност да се обърнат към бизнес ангели. Някои от по-големите нужди от капитал във вторичната ниша могат да се посрещнат чрез *съвместна инвестиция* между частните инвеститори и дружества финансиращи ранния етап, или *сдружения (съюзи) на ангели*, които представляват относително големи групи от бизнес ангели, желаещи да финансират по-големи сделки, на сравнително по-късен етап.

Бизнес ангелите са богати, предприемачи, които предоставят капитал, в замяна на дял от екуитета на фирмата. Те поемат висок персонален риск в очакването да притежават част от развиващия се и успешен бизнес. Тъй като бизнес ангелите инвестират свои лични парични средства, те понякога се наричат неформален рисков капитал.

Фактори, които трябва да се разгледат във връзка с набиране на парични средства от бизнес ангели

Бизнесът е малко вероятно да бъде подходящ за инвестиране от бизнес ангелите, освен ако не се изпълнят определени условия.

Сектор и характеристика на фирмата. Бизнес ангелите специализират и инвестират във фирми, където те могат да се възползват най-добре от собствения си професионален опит и системи. Поради това, бизнес ангелът, който инвестира в IT компании (модерните технологии) много рядко ще отиде да инвестира на дребно, например.

Етап на разработване. Бизнесът трябва да бъде нов; обикновено, бизнес ангелите инвестират в зародиша, или етапа на стартиране на компанията, въпреки че има ангели, които специализират също и в етапа на разширяване.

Сума. Бизнес се нуждае от набиране на ограничена сума (типично между 10 000 до половин милион евро. Един бизнес ангел би имал портфолио от два до пет нови рискови бизнеса). Финансирането на екуитета, което е по-високо от тази сума, обикновено се предоставя от фирми с рисков капитал. Изключенията са, когато няколко бизнес ангели инвестират заедно в синдикат, или когато бизнес ангелите инвестират съвместно със средства от рисков капитал. Сумите набрани по този начин могат да достигнат 1 М€.

Прехвърляне на екуитет. Настоящите акционери биха искали да продадат част от пакета акции, в замяна на финансиране. Собствениците на малки (и обикновено семейни) фирми обикновено не желаят да се разделят дори с част от своите акции. Обаче, има най-малко няколко силни аргумента защо инвестицията на бизнес ангелите (или рисков капитал) е изгодна за собствениците на бизнеса:

- а. Набиране на финанси под формата на екуитет (акции) заздравява баланса на фирмите.
- б. С допълнителните финанси и знанията на бизнес ангелите, потенциалът за растеж е много по-висок. Следователно, ако се реализира потенциала на растеж, до няколко години, част от собствеността може да бъде по-голяма, отколкото цялата собственост днес.

Лични взаимоотношения. Собствениците и мениджърите на бизнеса биха желали да развиват лични взаимоотношения с бизнес ангела. Типично, бизнес ангелите искат да се включат в управлението на тяхната инвестиция, без непременно да упражняват ежедневен контрол. Тази връзка може да бъде положителна за бизнеса. Бизнес ангелът с правилните си умения може да заздравя бизнеса, например, като предложи маркетинг и опит в продажбите. Изграждането на лични взаимоотношения е също причина, за това, че бизнес ангелите ограничават своите инвестиции в определени географски области, които не са твърде далеч от мястото, където живеят.

Висок потенциал за растеж. Това е свързано с цената на услугата за финансирането. Бизнесът трябва да е в състояние да подготви оферта към бизнес ангела за възможност от висока възвращаемост (обикновено очаквана годишна възвращаемост най-малко 20% - 30% годишно). Това е цената на услугата за финансите. Повечето от тази възвращаемост ще бъде реализирана под формата на придобиване на капитал за период от няколко години.

Разбиране на продукта и пазарите. Бизнесът, който търси бизнес ангел за финансиране, трябва да може да демонстрира голямо разбиране на тези продукти и пазари. Някои бизнес ангели се специализират в предоставянето на „финанси за разширяване“ за бизнес с доказан регистър на информация, или в определени сектори. Това улеснява вече успешния бизнес да се развива по-бързо. Бизнес ангелите са също значителен източник на стартов и ранен капитал за фирми, без регистър на информация. Бизнес планът базиран на убедително пазарно проучване е съществен.

Управленски екип. Бизнесът трябва да има опитен и професионален управленски екип – като минимум със силен продукт и умения при продажбите. Ако има слабости в съществуващия управленски екип, бизнес ангелът може често да предоставя липсващите умения, или да намери нов мениджмънт.

Излизане. Бизнесът трябва да може да предложи на бизнес ангела възможността за „излизане“. Дори ако бизнес ангелът няма планове да реализира инвестицията до някаква определена дата, ангелът ще иска такава опция на разположение. Най-често излизането става:

- Търговска продажба на бизнеса на друга фирма.
- Изкупуване на акциите на бизнес ангела от фирмата.
- Покупка на акциите на бизнес ангела от директорите на фирмата, или друг инвеститор.

В допълнение към финансовите източници, бизнес ангелите също предоставят редица нефинансови ползи на фирмите, които успяват да привлекат бизнес ангелите:

- Съвет.
- Контакти. Бизнес ангелите обикновено имат доста опит в областта, в която работят; следователно, те ще бъдат в състояние да помогнат за отваряне на нужните врати.
- Подкрепа в операциите – те може да помогнат при подбора на правилния персонал, подготовката на бюджета и така нататък.
- Участие в управлението и/или представянето на фирмата (най-ценната помощ е при разработването, оформянето и промяната на бизнес идеята, или моделите).
- Разбиране на пазара и бизнеса.
- „Гарантиране” пред други инвеститори. Бизнес ангелите могат да инвестират наред с другите инвеститори, по същото време. От друга страна, има доказателства, че повече от 50% от фирмите, които привличат бизнес ангели, на по-късен етап, успяват да привлекат финанси от рисков капитал.

Ако фирмата няма нужда от финанси, а иска да се възползва от нефинансова подкрепа, тя трябва да търси *бизнес ментори* – те са личности, които отдават време и усилия за развитието в определена предварително договорена област (например, финанси, маркетинг, планиране и т.н.), без инвестиране.

Намиране на ангел. Много контакти се извършват неформално, например, лични приятели и семейства; богати бизнес контакти; големи доставчици и клиенти на бизнеса. Инвеститори могат също да се намерят, като се обърнете към формални съюзи на бизнес ангели (Business Angels Networks). Много от най-активните бизнес ангели използват тези съюзи за намиране на интересни възможности за инвестиции.

Във всеки случай, за да се ангажира бизнес ангел в даден бизнес, ще бъдат необходими ясна бизнес идея и солиден бизнес план.

5.3.3. Рисков капитал

Рисковият капитал (VC) е форма на „рисков капитал”, с други думи, капитал, който е инвестиран в даден бизнес, където има съществен елемент на риск, относно бъдещето постигане на печалби и парични потоци. Рисковият капитал се инвестира по-скоро като акции (еквитет), отколкото като заем и инвеститорът изисква по-висок „процент/ставка на възвращаемост” като компенсация заради неговия риск.

Основните източници на рисков капитал са фирмите с рисков капитал. Рисковият капитал осигурява дългосрочен, дялов капитал, за подпомагане на растежа и успеха на нерегистрирани компании. С други думи, рисковият капитал се нарича също и „бизнес за набиране на бизнес”.

Ако предприемачът желае да стартира, разшири, купи бизнес, продаде бизнес, в който той работи, да реструктурира, да съживи фирма, рисковият капитал е насреща да направи това. Да получиш рисков капитал е значително по-различно от набирането на дълг, или заем от заемодател. Заемодателите имат юридическо право да сложат лихва върху заема и изплащането на главницата, независимо от успеха, или провала на

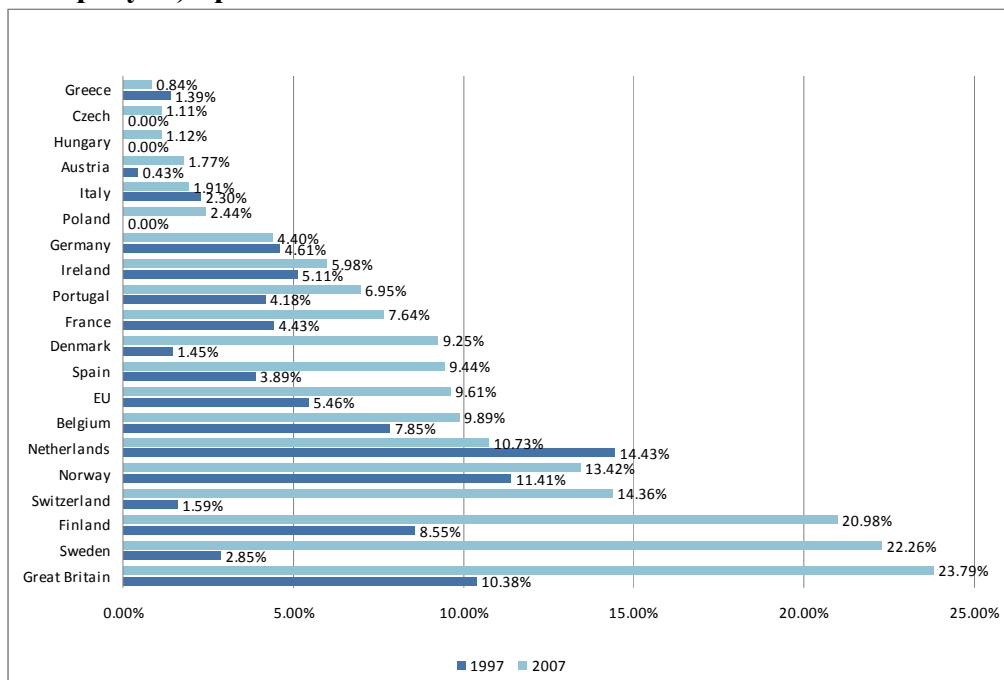
бизнеса. Рисковият капитал се инвестира в замяна на част от екуитета в бизнеса. Като акционер, възвръщаемостта на притежателя на рисков капитал зависи от растежа на доходността на бизнеса. Тази възвръщаемост обикновено се постига, когато притежателят на рисков капитал „излезе”, чрез продаване на своите акции, когато бизнесът се продаде на друг собственик.

За разлика от бизнес ангелите, фирмите за рисков капитал не инвестират свои лични средства; те набират средствата от няколко източника. За да получат техните средства, фирмите за рисков капитал трябва да демонстрират добър регистър на информация и перспектива за осигуряване на възвръщаемост по-висока отколкото може да се постигне чрез фиксирани лихви/дял, или регистрирани инвестиции в екуитет. Фирмите за рисков капитал набират своите средства за инвестиране от външни източници, основно институционални инвеститори, като банки, застрахователни компании, пенсионни фондове и отделни инвеститори.

Друга разлика с бизнес ангелите е, че рисковият капитал обикновено инвестира по-големи суми и на по-късен етап (често, фазата на разширяване) от развитието на компаниите.

Индустрията с рисков капитал е развита най-вече в САЩ. В Европа, обхватът на инвестирането с рисков капитал е по-нисък и етапът на развитие на рисковия капитал варира доста (виж Фигура 17). В страните от Централна и Източна Европа, рисковият капитал е доста активен при продажбата и изкупуването на фирми, сливанията.

Фигура 17. Инвестиция на рисков капитал в ЕС, процент от БВП (брутен вътрешен продукт) през 1997 и 2007



Source: EVCA

Фактори за разглеждане по отношение на набиране на финанси от рисков капитал

Трябва да се посочи, че атрибутите, които и фирмите за рисков капитал и бизнес ангелите търсят при потенциалните инвестиции често са доста сходни.

Потенциал за висок растеж. Притежателите на рисков капитал предпочитат да инвестират в предприемачески бизнес. Това не означава непременно малък, или нов бизнес. По-скоро, това се отнася повече за аспирациите на инвестицията и потенциала за растеж, отколкото до размера. Такъв бизнес цели да расте бързо, до значителен размер. Като правило, ако бизнесът не предлага перспектива за съществен растеж на оборота в рамките на пет години, няма вероятност да бъде от интерес за фирма с рисков капитал. Инвеститорите на рисков капитал, се интересуват само от компании, с перспектива за голям растеж, който се управлява от опитен и амбициозен екип, който е в състояние да превърне своя бизнес план в реалност. Рисковият капитал очаква минимум от 30% растеж годишно, в стойността на акциите, така че това да се отрази също и на цената на услугата за финансите.

Сума на инвестицията. Сумата, която рисковият капитал инвестира в една сделка започва от 1М€ в развитите страни (като САЩ или Англия). В Централна и Източна Европа, тя може да бъде от 250 000 €. Обикновено, рисковият капитал възлиза от 30-50% от екуитета на фирмата.

Период на инвестицията. Фирмите за рисков капитал обикновено искат да задържат инвестицията си от три до седем години (в изключителни случаи, по-дълго). Сроктът на инвестицията често е свързан с профила на растеж на бизнеса. Инвестициите в по-зрял бизнес, където изпълнението на бизнеса може да са подобри по-бързо и по-лесно, често се продават по-бързо, отколкото инвестициите в ранен етап, или технологичните фирми, където се иска време за да се развие модела на бизнеса.

Бизнес сектор и характеристики на фирмата. Преференциите на фирмите за инвестиции с рисков капитал може да бъдат засегнати от източниците на техните средства. Фирмите за рисков капитал, също като бизнес ангелите могат да се специализират и инвестират или в определена географска област, в определен бизнес сектор и така нататък.

Процес на инвестиране. Процесът на инвестиране, от прегледа на бизнес плана, до реалното инвестиране в предложение/оферта, може да отнеме на притежателя на рисков капитал от един месец до една година, но типично това става в рамките на 3 до 6 месеца.

Ключовият етап на процеса на инвестиране е първоначалната оценка на бизнес плана. Повечето от предложенията към притежателите на рисков капитал се отхвърлят на този етап. При разглеждане на бизнес плана, притежателите на рисков капитал обсъждат няколко основни аспекта:

- Жизнени ли са продуктът или услугата от гледна точка на търговията?
- Има ли фирмата потенциал за устойчив растеж?
- Има ли мениджмънтът способност да експлоатира този потенциал и да контролира фирмата през фазата на растежа?
- Възможното възнаграждение оправдава ли риска?
- Потенциалната финансова възвръщаемост върху инвестицията отговаря ли на критериите за инвестиране?

Дължимото старание е процесът на оценка на техническата и финансова възможност на сделката в детайли. Често се използват външни консултанти за оценка на пазарните перспективи и техническото улеснение на предложението, освен ако фирмата за рисков капитал няма подходящо квалифицирани хора за това. Експерт счетоводителите често са викани да извършват тази работа, като доклада за финансовите проекти и други финансови аспекти на плана. Тези доклади често следват подробно проучване, или преглед от един или два дни може да бъде всичко, което е необходимо на фирмата с рисков капитал. Те ще преценят и прегледат следните точки, касаещи фирмата и мениджмънта:

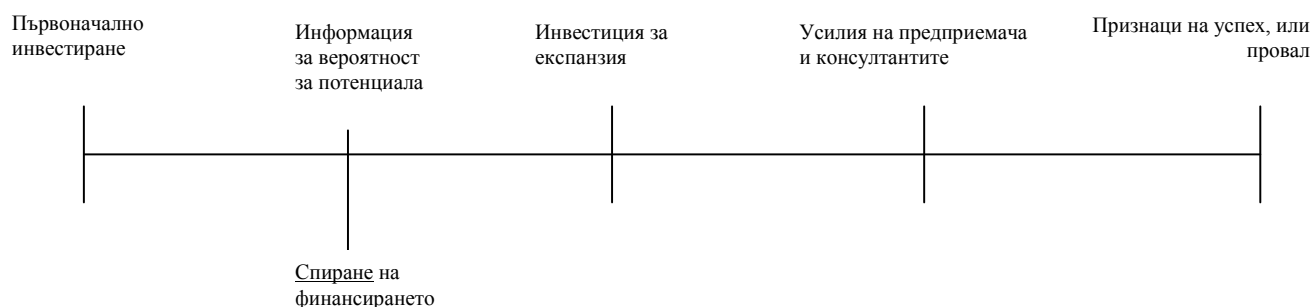
- информационни системи на управлението;
- техники за прогнозиране и точност на минали прогнози;
- предположения, върху които се базират финансовите прогнози;
- последните налични сметки на мениджмънта, включително позициите за пари/дълг на фирмата;
- банкови и лизингови договори;
- договори със служителите.

Прегледът за дължимото старание има за цел да потвърди, или отхвърли първоначалното впечатление на фирмата за рисков капитал за бизнес плана, формирано по време на началния етап. Могат да се направят и справки за фирмата (например с доставчици, клиенти и банкери).

Ако рисковият капитал няма достатъчна информация относно очакваната възвръщаемост, има две възможности да се реши това:

1. инвестиране по етапи (виж Фигура 18), или
2. възможност за пре-договаряне на договора за инвестиция, когато има нова информация.

Фигура 18. Инвестиция по етапи



Излизане. Както в случая с инвестирането от бизнес ангели, възвръщаемостта към инвеститора се реализира при излизане (продажба на акциите, стойността на които се е повишила). Рисковият капитал използва същите начини за излизане, както бизнес ангелите (изкупуване от мениджмънта – тоест, продаване на фирмата на управленския екип на фирмата; продаване на стратегически инвеститор – на друга фирма; продаване на финансов инвеститор – друга фирма с рисков капитал), или допълнителна публична продажба на фирмата (иницииране на начално публично оферране).

При структуриране на своите инвестиции, притежателят на рисков капитал може да използва един, или повече от следните видове дялов капитал:

- **Обикновени акции.** Това са акции на екуитета, на които се прехвърля целия доход и капитал, след като правата на всички останали класи на капитала и кредиторите са задоволени. Обикновените акции имат глас. При сделка с рисков капитал, това са акциите притежавани по-скоро от мениджмънта и фамилните акционери, отколкото на фирмата с рисков капитал.
- **Преференциални обикновени акции.** Това са акции на екуитета със специални права. Например, на тях може да се прехвърли фиксирания дивидент, или акциите на печалбата. Преференциалните обикновени акции имат глас.
- **Преференциални акции.** Това не са акции на екуитета. Те са преди всички класи на обикновените акции, както за дохода, така също и за капитала. Определят се техните права за дохода и на тях обикновено се прехвърля фиксирания дивидент (например 10% фиксирани). Акциите могат да бъдат изкупувани на фиксирани дати, или те не могат да бъдат изкупувани. Понякога те могат да бъдат изкупувани при фиксирана премия (например, при 120% от стойността). Те могат да бъдат конвертируеми в клас на обикновени акции.
- **Заемен капитал.** Заемите с рисков капитал типично се натоварват с лихви и обикновено, въпреки че не непременно, могат да се изплащат. Заемите могат да бъдат обезпечени с активите на фирмата, или могат да не бъдат обезпечени. Обезпеченият заем се нарежда по-напред от необезпечения и повишава доверието на другите кредитори на фирмата. Заемът може да бъде конвертируем в акции на екуитета. Алтернативно, той може да има приложена гаранция, която дава на притежателя на заема опция да договори нови акции на екуитета при условия/срокове, фиксирани в гаранцията. Те типично носят по-висок лихвен процент, отколкото банковите заеми и се нареждат след банката по плащане на лихви и изплащане на главницата.

Инвестициите с рисков капитал често се придружават от допълнително финансиране, в точката на инвестирането. Така става почти винаги, когато бизнесът, в който се инвестира, е относително зрял, или добре установен. В този случай е подходящо за бизнеса да има финансова структура, която включва и екуитета и дълга.

Другите форми на финансиране предоставяни допълнително към екуитета на притежателите на рисков капитал, включват:

- Овърдрафт и краткосрочни до средно сročни заеми при фиксирани, или по-често, променливи лихвени проценти.
- Средни до дългосрочни заеми. По-късно банките, които предоставят заеми могат да играят важна роля в процеса на „публичност” като съобщават

сроковете и цената на публичните емисии и чрез уреждане на гаранция за изкупуване, когато е необходимо.

- Кредит на вноски, вариращ от покупка до лизинг, често на базата на активи и обикновено за фиксиран срок и при фиксирани лихвени проценти.
- Посреднически услуги (купуване на търговски дългове, при дискаунт, или на база ресурси (фирмата задържа кредитния риск върху дълга) или не на база ресурси (посредническата фирма поема кредитния риск).
- Хибридна форма на финансиране, което нещо средно между екуитета и дълга. Тези възможности изискват или повторно облагане на активите на фирмата, или не са гарантирани. Тъй като рискът впоследствие е по-висок от основния дълг, лихвата определена от този, който предоставя хибридният дълг, ще бъде по-голяма от тази на заемодателите и понякога, ще има нужда от леко „смекчаване”, чрез опции, или гаранции. Обикновено то е най-подходящо е за по-големи сделки.
- Източници от правителството и Европейската комисия помагат на компаниите, като се започне от предоставяне на проекти, до гаранции за заеми в определени области.

5.4. Публичност: набиране на финанси за екуитет чрез пазар на екуитета

Както вече споменахме, има три основни начина за набиране на финанси за екуитета:

- задържане на печалбата в бизнеса (отколкото разпределянето ѝ върху акционерите на екуитета);
- продаване на нови акции на съществуващите акционери (правото на купуване от нови емисии);
- публично продаване на нови акции на инвестиращи институции.

В този раздел, ние говорим за процеса включен в третия метод горе. Емитирането на нови акции за публично предлагане не отчита големия дял от общо набиране на средства за екуитета (например в Англия той ще бъде по-малък, или около 10% от новото финансиране на екуитета през последните години). Макар и несъществено в целия контекст на финансиране на екуитета, когато се появят нови емисии, те често са големи от гледна точка на набираната сума.

Новите емисии обикновено се използват по времето, когато бизнесът за първи път получи каталога на Борсата. Този процес се нарича *първично публично предлагане*, или *емисия*.

Когато бизнесът, който е регистриран на борсата от известно време емитира нови акции, този процес се нарича *сезонно оферирание на екуитет*.

Поради следните причини фирмата може да реши да отиде на публично предлагане и да търси регистриране на борсата:

1. Максимизиране на стойността. Със стартиране на търговия на пазара, фирмата търси да намали своите разходи на капитал, или да максимизира своята стойност.
2. Достъп до по-голям пул на финансиране. Регистрирането на борсата разширява броя на потенциалните инвеститори. То може също така и да подобри кредитния рейтинг на фирмата, като прави финансирането на дълга по-лесно и по-евтино за получаване. Нещо повече, това е необходимо, когато има добра възможност за придобиване на друга фирма.

3. Подобрена търговия на акциите. Акциите, които се търгуват на борсата могат да се закупят и продадат в сравнително малки количества, по всяко време. Съществуващите инвеститори могат лесно да реализират част от техните акции.
4. Прехвърлянето на капитал на други потребители. Основателите собственици може да искат да ликвидират по-голямата част от техните акции или по лични причини, или заради инвестиране в други нови бизнес възможности.
5. Подобряване на имиджа на фирмата. Регистрираните компании обикновено се вярва, че са по-стабилни финансово. Регистрирането на борсата може да подобри имиджа на фирмата пред нейните доставчици, позволявайки ѝ да спечели допълнителен бизнес и да подобри покупателната си сила.
6. Възможност за растеж чрез придобиване. Регистрираната фирма е в по-добра позиция, когато прави оферта за придобиване на друга фирма, отколкото нерегистрираната.

Обаче, собствениците на частна фирма, която става регистрирана публична фирма, трябва да приемат, че промяната вероятно ще включва значителна загуба на контрол за по-широк кръг от инвеститори. Рискът на фирмата, която е придобита също ще се увеличи вследствие на регистрирането. Нещо повече, фирмата трябва да се съобразява със стандартите за разкриване на информация, което се изисква от борсата.

Фактори за обсъждане по отношение на публичното предлагане на емитиран екуитет

Разходи по емитиране. Разходите по емитирането са много големи, в Англия където борсата е добре развита, те възлизат на 12.5% от приходите за емисия от £ 5М. Друго проучване показва, че в САЩ те възлизат на 11% от набраните средства и 7% за публични емисии на сезонни акции. Повечето от разходите са фиксирани – те включват разходи за подготовка и регистриране на проспектите, плащания към борсата, депозитар, одит, юридически такси, реклама към потенциални инвеститори и т.н.

Време на емитиране. Има няколко алтернативни правила за решаване за продажба на нови акции на пазара:

- Фаза на бизнес цикъла, когато има нужда от допълнителен външен капитал, за да расте по-нататък.
- „Като червено на бик”- когато се очаква общото ниво на цената на пазара да се увеличи.
- Примерите на други фирми с успешно първоначално публично предлагане, които показват, че пазарът е готов за нови участници.

Несигурност. Относителната сигурност на успеха на набраните средства, с право на закупуване на акции от нови емисии не съществува при емисиите за публично предлагане. Емисията може да се използва от лица, които се ангажират да откупят всички непродадени акции и/или емитиране чрез търг, но това струва пари:

- Лицата, които се ангажират да откупят непродадените акции, срещу заплащане, ще гарантират откупуването на акции, за които няма купувачи. Тяхната такса, или комисионна е фиксирана, според това колко от акциите се ангажират да откупят, офертната цена и колко силно вярва във възможността някои акции да не се изкупят публично. Разходите за използването на такива лица струва около 2% от набрания капитал.

- Търгът е нещо като аукцион, където акциите се продават на най-високата предложена цена, обикновено предмет на предварително посочена резервна цена (тоест, цена под която оферти няма да се приемат). Когато дойде крайната дата за офертите, бизнесът или къщата, която емитира преценява коя е най-високата цена, на която могат да се издадат всички акции.

Въпросът с **ценообразуването** е много важен за всички, съществуващи и нови акционери. Методът на търга до известна степен помага да се преодолее този проблем.

Размиване на контрола се получава при емисиите за публично предлагане. Това е вероятно цената, която трябва да платят първоначалните акционери, за да получат допълнително финансиране на екуитета.

Процес. Технически, съществуват два начина за *извършване на публични емисии*:

1. *Оферта за продажба* – емитирацият бизнес може да продаде акциите на емитиращата къща. Емитиращата къща продава акциите публично. Обикновено, няма ограничения по сумата на капитала, набран по този метод. *Залагането* е начин една оферта да се предложи за продажба. В този случай, емитиращата къща продава акциите с няколко от своите собствени клиенти, като застрахователен бизнес и пенсионни фондове. Спестяват се определени разходи, като реклама и за лица, които се ангажират да откупят непродадените акции.
2. *Оферта по проспекти (или публични емисии)* – емитирацият бизнес продава акциите публично директно. Такива фирми обикновено биват съветвани от банки, или други посредници.

Главните стъпки на организиране на първоначалното публично офертиране са следните:

1. Търсене на посредник (емитираща къща), която помага да се организира първоначалното офертиране и продажба на акциите на институционални и частни инвеститори;
2. Споразумение за сътрудничество:
 - о Сума която да се набере,
 - о Вид акции,
 - о Отговорности на инвестиционния посредник,
 - о Такса за организация на първоначалното офертиране и др.
3. Подготовка на проспекти за първоначално публично офертиране:
 - о Трябва да се осигури информация по стратегията, минали и прогнозираните резултати, текуща структура на акционерите и група фирми и др.
 - о Проспектът трябва да се предаде на властите надзираващи пазара, които вземат решение по неговата регистрация
4. Първоначално публично офертиране:
 - о Трябва да се открие сметка в Централния депозитар за акциите, които ще се продават; Депозитарът дава уникален номер за първоначалното публично офертиране, уточнява се минималния брой за успех на ценните книжа, които ще се продават.
 - о Уточнява се и времето, когато потенциалните инвеститори могат да заявят купуване на акции.

След вземане на решение за публично предлагане, *процедурите за продаване* могат да бъдат различни (в зависимост от разпоредбите на пазара). Най-общите примери са процедурата на фиксираната цена, когато и цената и количеството на

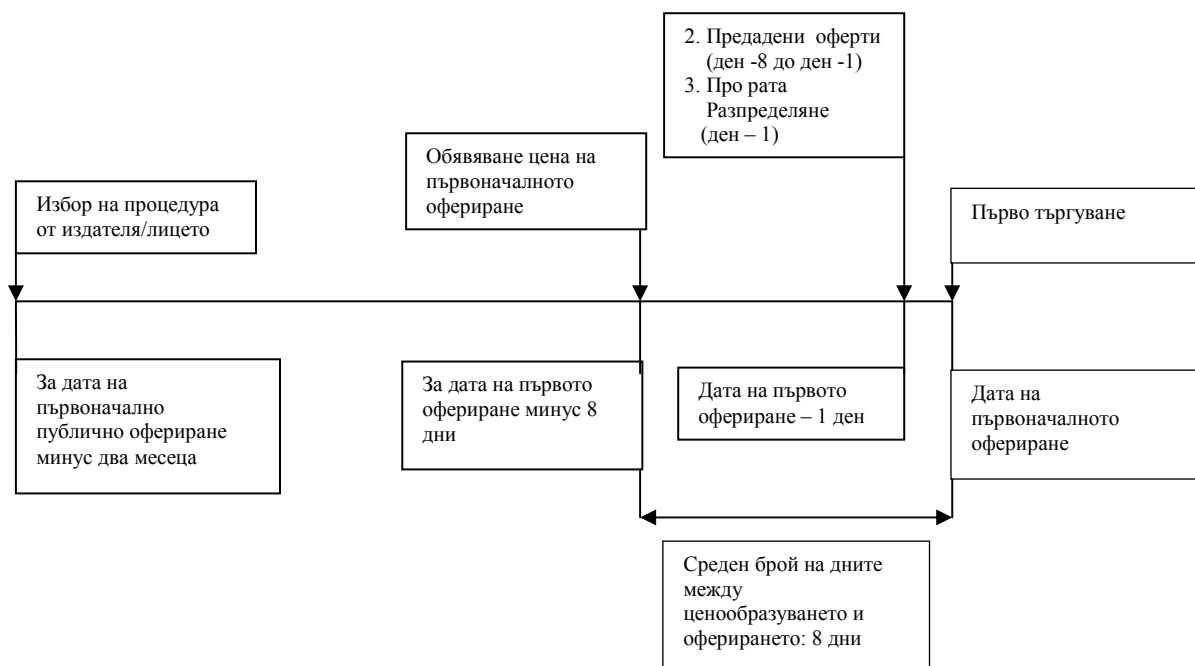
продаваните ценни книжа са фиксирани (Фигура 19), процедурата на аукциона, когато е фиксирана само минимална цена (Фигура 20) и процедурата за оформяне на книжата (Фигура 21), когато се уточнява обхватът на цената и има само ограничен брой потенциални купувачи.

Фигура 19. Пример на процедура на фиксирана цена

Стъпка 1: избрана е цена на първоначалното публично предлагане

Стъпка 2: инвеститорите предават количествени оферти

Стъпка 3: недискриминационно про рата разпределение



Източник: Derien, Womack (2001)

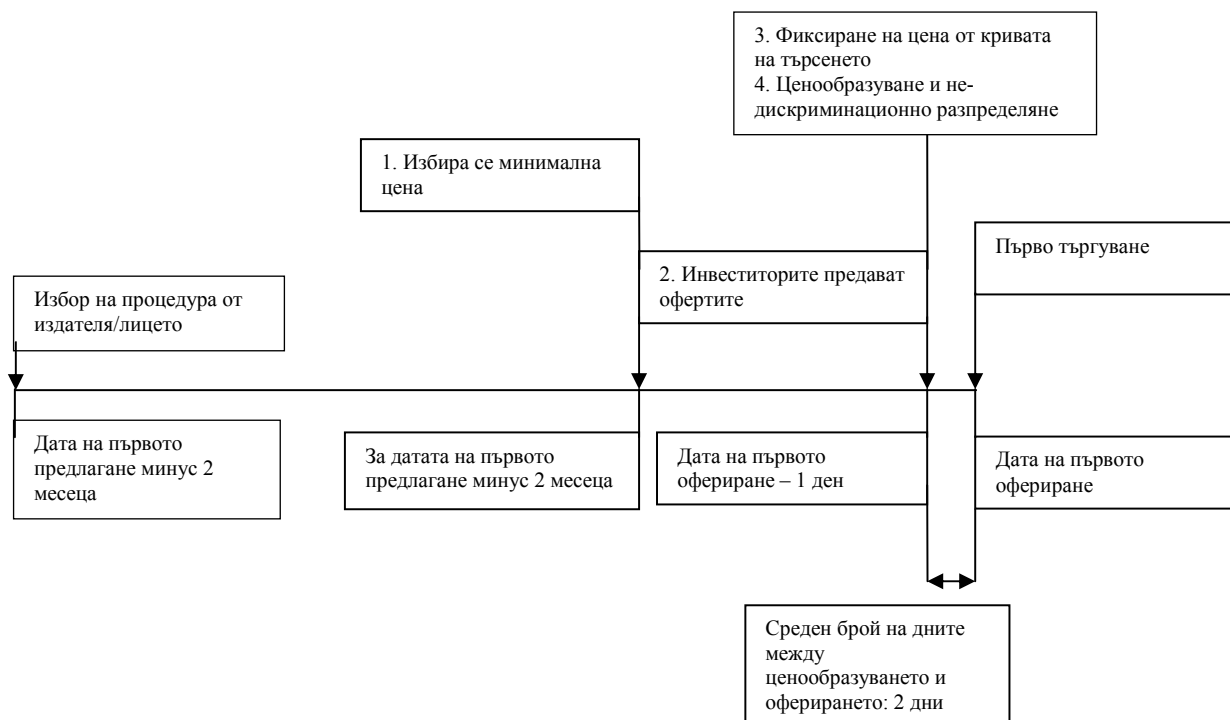
Фигура 20. Пример на процедура на аукцион

Стъпка 1: Избира се минимална цена

Стъпка 2: Инвеститорите предават офертите за цена/количество

Стъпка 3: Избират се цена и горна граница на първоначалното публично офертиране

Стъпка 4: Недискриминационно про рата разпределение на инвеститорите с оферти между цената и горната граница на първоначалното публично офертиране.



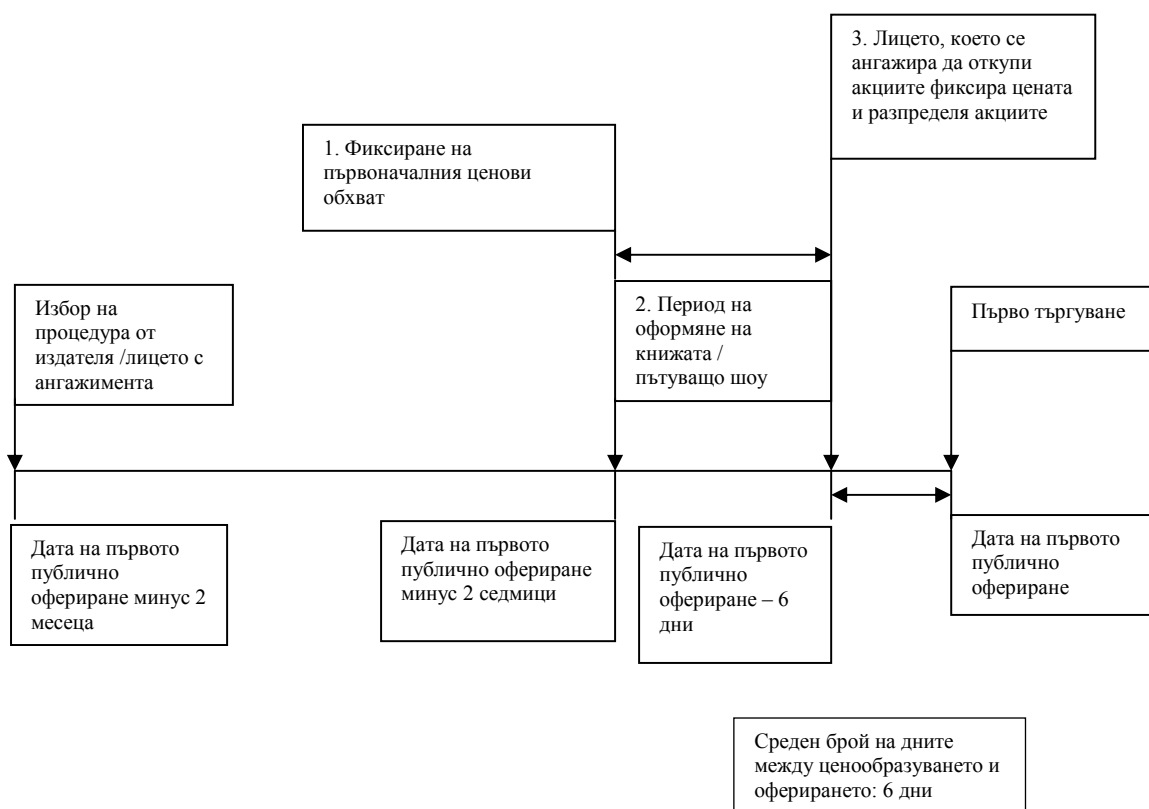
Източник : Derien, Womack (2001)

Фигура 21. Пример на поставяне на процедура (оформяне на книгата)

Стъпка 1: Лицето, което поема ангажимент за откупи непродадените акции фиксира първия ценови обхват, рекламира офертирането чрез пътуващо шоу

Стъпка 2: Инвеститорите предават индикациите за цена/количество чрез пътуващо шоу

Стъпка 3: Лицето, което се ангажират да откупи непродадените акции фиксира цената и разпределя по свое усмотрение.



Източник : Derien, Womack (2001)

5.5. Публични фондове, като източник на външно финансиране

Като цяло, разпоредбите на ЕС не позволяват държавна помощ за частния бизнес, за да не се изкривява конкуренцията. По тази причина, само ограничен брой сектори и дейности могат да се възползват от публичното финансиране. Очакванията се основават на:

- регионално измерение (държавна помощ се позволява в по-слабо развитите райони);
- фирмено измерение - държавна помощ е разрешена за малките и средни предприятия;
- *de minimis* правилото, идеята на което е малки суми помощ (засега до 200 000 € за период от три години за една фирма) не изкривява конкуренцията;
- определен вид дейности, за които правителството иска да създаде стимули за развитие (например, проучване и разработване, създаване на новости и т.н.)

Държавната помощ за фирмите може да дойде под много различни форми. Има две основни групи за подкрепа:

1. Пряка подкрепа, която е предоставяне на парични средства. Формите на пряка подкрепа могат да бъдат следните:
 - о безвъзмездно;
 - о държавни гаранции за получаване на банкови заеми;
 - о компенсация като плащане на лихвите по банкови заеми;
 - о съвместно инвестиране с рисков капитал и др.
2. Косвената подкрепа идва под формата на бизнес услуги за фирми. Например, определени агенции осигуряват съдействие при намирането на инвеститори, за подпомагане при генериране на нов експорт, или предоставяне на експерти за ускоряване на разработването на нови идеи за продукти и стратегии.

Наличието на помощи и субсидии често зависи от това в кой сектор е бизнеса, къде е разположен, колко добре е направена молбата и времето (някои помощи траят само определен период, или до разпределение на финансирането). Ключовият фактор при спечелването на помощите и субсидиите може да бъде дали финансирането ще доведе до създаване на работни места, особено в области, които крещящо се нуждаят от такива.

Фактори за обсъждане по отношение на кандидатстване за помощи

Подходящо финансиране. Бизнесът ще трябва да добави с част от своите финанси към това, което могат да получат. Рядко помощите покриват повече от 50% от стойността на определена частна спекулация, или проект. В повечето случаи ще бъдат предложени между 15% и 50%, от тези които осигуряват помощите.

Нещо повече, помощта ще покрие само така наречените *приемливи* разходи. Например, ако правителството постанови, че единствените приемливи разходи са покупка на оборудване, и то покрие 50%, фирмата ще трябва да инвестира повече от 50% от

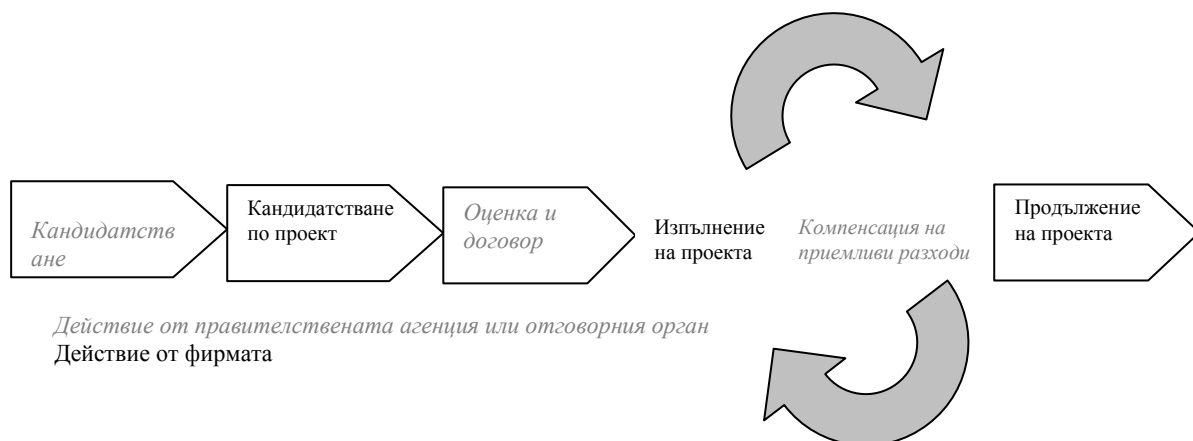
стойността на проекта (което ще включва разходи за персонала, подготовка на помещения за оборудването, транспортни разходи и така нататък).

Процес и процедури. За да се получи помощ, ще има определени процедури, които трябва да се уважават. Фирмата ще бъде помолена да предостави молба за проекта (която може да отнеме малко писмена работа) преди помощта и да предостави отчет след изпълнение на проекта (и междинни отчети по време на изпълнението, ако продължителността на проекта е по-дълга). Опростен процес на финансиране е представен на Фигура 22.

Ако се предостави финансиране чрез компенсационен механизъм (както обикновено става, когато се финансират частни проекти), фирмите ще трябва да решат въпросите с работния капитал за времето между разходите и компенсациите. Въпросите за работния капитал за изпълнение на проекта няма да са толкова важни, ако правителствените агенции осигурят възможност за авансово плащане (тоест, агенцията дава част от средствата авансово), или схеми за директно плащане на фактура (това е, когато агенцията плаща фактурите, от името на фирмата, която изпълнява проекта). Коя схема да се използва, зависи от правилата на финансиране, които са определени от правителството.

Друг въпрос е времето. В общи линии, помощта може да се разпредели чрез отворени, или затворени искания. При отворените искания, молбите за проектите се оценяват на база – първи пристигнали – първи обслужени. При затворените искания, има краен срок за молбите и всички молби се преценяват след крайния срок. В затворените искания, ако има много кандидати, оценката може да трае няколко месеца, което означава, че когато дойде отговора за помощта, в бързо променящата се среда, нуждите за определен проект може да са се променили (тогава, фиксираният разход за подготовката за кандидатстването ще бъдат изгубени).

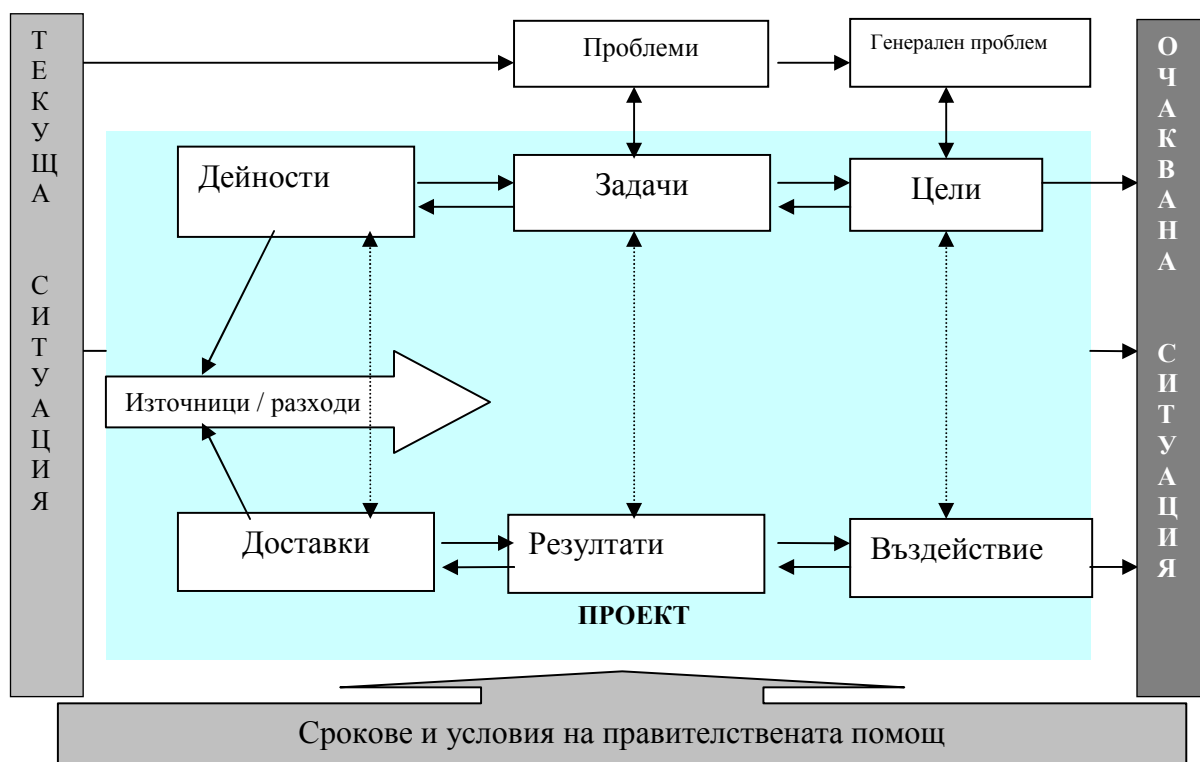
Фигура 22. Пример на типичен процес на финансиране на частен проект, получаващ публично финансиране



Финансиране на проект. Финансовата помощ обикновено се предоставя за определен проект. Проектът представлява комплект временни взаимно зависими дейности, които имат цел, определени дати за начало и край, и определени финансови и други ресурси, например това може да бъде преместване на друго място, разработване на нов продукт, проучване на нов експортен пазар. Видовете проекти и графиците се определят предварително от агенция, която осигурява финансирането. В допълнение, планът на проекта ще трябва да се разработи добре с доставките (виж схематичния пример на идеята на проекта във Фигура 23). Вероятно, добре конструираният бизнес план ще бъде важна част от приложението.

Тъй като финансирането се осигурява за определени проекти, средствата могат да се използват за специфични предварително определени въпроси. Важно е да се подчертае, че помощта не решава генерално финансовите въпроси на фирмите; помощите помагат да се намали финансовия риск на финансирания проект.

Фигура 23. Идея на проекта



Проверка Въпрос 11 Да приемем, че вашата фирма е на път да се разшири и ще търси публично помощ. Разработете идея на проекта, съгласно схемата горе

Разходи. Първо, определят се разходите по проекта (което може понякога да включва пълен бизнес план). Малките и средни компании обикновено нямат вътрешната компетентност и ресурси да извършат оформянето на документацията, така че те трябва да наемат външни консултанти. Администрирането на проекта също не е безплатно. По

време на изпълнението на проекта, правителствените агенции, които предоставят помощите може да поискат да се спазват някои правила, например да се организират процедури за снабдяване, да има отделна сметка по проекта, одитиране на резултатите от проекта и така нататък. Бизнесът обикновено няма тези разходи, когато те финансират свои дейности от частни източници.

Дългосрочни ангажименти. В зависимост от правилата за помощта, от фирмите може да бъде поискано да не променят своята дейност от три до пет години, след края на проекта, редовно да предават отчети за проследяване на въздействието от проекта и така нататък – това е допълнителен натиск и разходи за фирмата.

Резюме

- Задържаната печалба е един от най-важните източници на финанси („вътрешно финансиране“). Това може да е бавен метод, с известна степен на несигурност, със същите разходи за обслужване, както обикновените акции, но никакви разходи за емитиране. По-малките фирми са по-зависими от задържаната печалба. Този източник е тясно свързан с политиката на дивидентите във фирмата.
- Финансирането на екуитета от рисков капитал е на разположение за фирми с потенциал за голям растеж, които не са регистрирани на борсата. Бизнес ангелите („неформален рисков капитал“ са богати личности, които инвестират; фирмите с рисков капитал са фирми, които инвестират капитала, който те набират от други инвеститори. Бизнес ангелите и притежателите на рисков капитал изискват по-висока ставка/процент на възвращаемост (20-40% годишно), което се реализира при „излизане“, тоест чрез продажба на акции на по-висока стойност. Типичният период за инвестиране от бизнес ангели и рисков капитал е от 3 до 7 години.
- Набирането на екуитет чрез пазарите за екуитет включва *първоначално публично предлагане* (за фирми, които излизат на публично предлагане за първи път). Такива източници за привличане на финанси не се използват много често (поради големите разходи по емитирането и тези методи са на разположение за фирми, които имат определен размер/големина), но когато се използват, може да се набере голяма финансова сума.
- Публичната помощ е източник на финанси, които се използват за финансиране на проект. Облагодетелстват се някои специфични дейности (например, проучване и разработване) и малките и средни предприятия. Обаче, този инструмент никак не е евтин – има фиксирани разходи за подготовка на молбата (кандидатстването) и правилното администриране и отчитане на проекта, както и дългосрочните ангажименти. В някои случаи, трябва да се помисли и по въпросите за управление на работния капитал между разходите и компенсацията (помощ).

Ключови термини

- Бизнес ангел
- Приемливи разходи
- Помощ /субсидия
- Първоначално публично оферирание (IPO)
- Проект
- Право на изкупуване на акции от нова емисия
- Сезонно предлагане

- Рисков капитал

Съответни уеб-сайтове

- Преглед на финансовите инструменти в Англия може да се намери тук: <http://tutor2u.net>
- Европейска Търговска Асоциация за Бизнес ангели, Фондове за основаване на фирма и други пазарни играчи в ранния стадий (EBAN): <http://www.eban.org>
- Литовски съюз на бизнес ангели: <http://www.businessangels.lt>
- Повече за рисковия капитал може да се намери при Европейски частен екуитет и Асоциация за рисков капитал: <http://www.evca.eu>
- Nasdaq OMX Балтийска фондова борса предоставя информация относно акциите и корпоративните облигации, които се търгуват в Балтийските страни: <http://www.nasdaqomxbaltic.com>
- 7-ма Програма за проучване в ЕС (FP7), която е главен инструмент на ЕС за финансиране на проекти за проучване и развитие (включително частни) в Европа: http://cordis.europa.eu/home_en.html
- Информация относно помощите за фирми в Литва: <http://www.esparama.lt>
- Европейски предприятия: <http://www.enterprise-europe-network.ec.europa.eu>

Допълнителна литература

1. Berk, J., DeMarzo, P. (2007). Корпоративни финанси. Бостън: Pearson-Addison-Wesley.
2. Damodaran, A. (2001). Корпоративно финансиране: теория и практика. Ню Йорк: Wiley.
3. Derrien, F., Womack, K. (2001). Аукциони и изграждане на книжата и контрол на по-ниските цени в горещи пазари на първоначално предлагане на акции // Преглед на финансовото проучване.
4. McLaney, E. (2006). Бизнес финанси: Теория и Практика, 7мо издание. Harlow: Pearson education
5. Vernimmen, P. (2005). Корпоративни финанси: Теория и практика. Chichester (UK): Wiley

Въпроси и проблеми за проверка на знанията

1. Защо задържаната печалба не е свободен източник на финансиране?
2. Какви са основните критерии, които определят инвестирането в даден бизнес от бизнес ангелите?
3. Какви са възможностите за отдаване на част от контрола върху екуитета на външни инвеститори (като бизнес ангели, или притежатели на рисков капитал)?
4. Кой от следните инструменти на набиране на финанси има най-ниски разходи при емитиране ?
 - a. Право на закупуване на нови акции;
 - b. Първоначално публично оферране;
 - c. Набиране на финанси за екуитет от рисков капитал;
 - d. Сезонно оферране.
5. Ако публичната помощ се дава във вид на компенсации на приемливи разходи, защо все още може да се счита за дългосрочен източник на финансиране?

6. Фирма планира да навлезе на Азиатския пазар със свои продукти. Маркетинг мениджърът трябва да реши, кой пазар е най-добрия като начало и как трябва да се търгуват продуктите. За това, тя планира някои проучвания (40 часа x 50 €), пътни (1 пътуване 5 000 €), отпечатване (10 000 €). Тя открива, че има схема за помощ, съгласно която правителствена агенция покрива 50% от пътните разходи и разходите за външни консултации за проучване на маркетингови възможности. Минималният размер на проекта е 30 000 €. Ще препоръчате ли на мениджъра да кандидатства? Моля, обяснете.

6. ДЪЛГОСРОЧНИ ФИНАНСИ – 2: ФИНАНСИРАНЕ С ДЪЛГ

Съдържание	• Дългосрочен дълг • Лизинг • Корпоративни облигации • Хибридни финанси • Този раздел включва също и някои съвети за използване на спредшийт
-------------------	--

6.1. Дългосрочен дълг

Срочните заеми се договорят между заемащата фирма и финансовата институция, като банка, или кредитна организация. Разходите по отпускането на заем имат тенденция към относително понижение, тъй като заемащата фирма работи само с един заемодател и има място за повече гъвкавост за условията на заема, отколкото обикновено, при отпускането на заеми.

Основните критерии, по които банките преценяват и вземат решение за отпускане на заем са следните:

1. Капитал: има ли фирмата достатъчно капитал?
2. Изплащане: паричните потоци достатъчни ли са за гарантиране на обслужването и изплащането на дълга?
3. Растеж: разраства ли се фирмата?
4. Контекст: достатъчно независима ли е фирмата от своите доставчици и клиенти? Ще оцелее ли фирмата в условия на рецесия, или икономическа криза?
5. Допълнителна гаранция: каква е стойността на допълнителната гаранция?
6. Репутация / история: предприемачите почтени ли са и ще могат ли да изплатят заема навреме?

За да се получи заем, фирмата трябва да демонстрира своята способност за изплащането му. За да се направи това, обикновено се изисква историческа финансова информация от банката.

Основните условия на заема са лихвения процент, сроковете на изплащане (погасителен план) и допълнителната гаранция.

Лихвените проценти могат да бъдат:

- *фиксиран* за целия период на заема.
- *променлив*, които обикновено са междубанковия лихвен процент плюс процентът на маржа на банката.

Фиксираните лихвени проценти дават по-голяма сигурност и яснота, когато се прогнозира паричните потоци. Те са по-благоприятни, когато няма големи флуктуации (колебания) в икономиката, или лихвените проценти си остават почти същите. Променливите лихвени проценти са по-благоприятни, когато поради икономическата ситуация има вероятност лихвените проценти да намалеят. Заради риска на лихвения процент, в зависимост от ситуацията, когато се взема заема, банките налагат или по-висок, или по-нисък марж за фиксираните, или променливи лихвени проценти. Когато

се стигне до погасителния план, основните планове за изплащане могат да бъдат следните:

- постоянно / константно плащане;
- константно плащане на главницата.

Пример 10

Да предположим, че една фирма взема заем от 100 000 €, който трябва да се изплати за пет години, при 10% лихва. Ако фирмата избере плана за константно плащане, тя трябва да изплаща една и съща сума всяка година. Тежестта на лихвите при плащането ще намалява, с приближаване на крайното плащане.

Ако фирмата избере константно плащане на главницата, тогава тя ще връща една и съща сума от дълга всяка година; а сумата на платените лихви ще намалява с времето.

Година	Константно плащане			Константно плащане на главницата		
	Изплащане главница	Лихви	Общо плащане	Изплащане главница	Лихви	Общо плащане
1	16379,75	10000,00	26379,75	20000,00	10000,00	30000,00
2	18017,72	8362,03	26379,75	20000,00	8000,00	28000,00
3	19819,50	6560,25	26379,75	20000,00	6000,00	26000,00
4	21801,44	4578,30	26379,75	20000,00	4000,00	24000,00
5	23981,59	2398,16	26379,75	20000,00	2000,00	22000,00
ОБЩО	100000,00	31898,74	131898,74	100000,00	30000,00	130000,00

Ако, както е показано в Пример 10, сумата на платената лихва е по-ниска при плана за константно плащане на главницата, тогава защо фирмите ще изберат плана за константно плащане? Отговорът е двупосочен: първо, константното плащане е по-просто за планиране, второ, защото паричните потоци са еднакви. При плана за константно плащане на главницата, по-голямата част от заема и лихвите трябва да се платят в началото, докато стойността и паричните потоци не е задължително да са най-високи непосредствено след инвестирането.

Съвети за спредийт:

В MS Excel, таблиците за **константно плащане** може лесно да се изчислят, като се използват следните функции:

- **PMT (rate, nper, pv, fv, type)** изчислява общото плащане на дълга, на базата на константните плащания и постоянния лихвен процент, където *rate* е лихвения процент за заема за периода на плащане (например, ако имате 12% годишен лихвен процент, но плащания на тримесечия, това ще бъде 12% / 4 = 3%; *nper* е общия брой на плащанията за заема; *pв* е настоящата стойност, или общата сума, която серия от бъдещи плащания струват сега; също известна като главница (въведете със знака “-“ ако е заем), *fv* е бъдещата стойност, или паричния баланс, който вие искате да получите след извършване на последното плащане. Ако *fv* се пропусне, приема се, че е нула, тоест, заемът е напълно изплатен; *type* показва кога са дължими плащанията (0 или пропуснато: в края на периода, 1: в началото на периода)
- **PPMT(rate, per, nper, pv, fv, type)** връща плащането по главницата за определен период за инвестиция, на базата на периодични, константни плащания и константен лихвен процент. Аргументите са същите както горе; *per* определя периода, за който ние искаме да калкулираме плащането на главницата и трябва да бъде в обхвата 1 до *nper*.

- *IPMT* (*rate, per, nper, pv, fv, type*) връща плащането на лихвите за определен период на инвестиция на базата на периодични, константни плащания и константен лихвен процент. Аргументите са същите както горе.
- Забележете, че сумата на резултатите от функциите на *PPMT* и *IPMT* за същия период е равна на резултата от функцията на *PMT*.

Изчисленията на таблиците за константно плащане на главницата представляват открито използване на простите формули (плащане на главници = главница разделена на броя на периодите; плащане на лихвите за периода = остатък на заема х лихвения процент)

6.2. Лизинг

Придобиването на активи – особено скъпо капиталово оборудване – е главен ангажимент за голяма част от бизнеса. Вместо да се плаща за актива наведнъж, често по-разумно за фирмите е да търсят начини за разпределяне на разходите по придобиването на актива върху по-дълъг период от време, което да съвпадне с времето на генерираните приходи. Най-важните източници на средносрочното и дългосрочно финансиране на дадена инвестиция в капиталови (основни) активи са *покупките на наемане* и *лизинг*. Някои източници посочват, че лизингът предоставя до 20% от общото финансиране за нови капиталови разходи.

Покупките чрез наемане и лизинг са финансови облекчения/възможности, които позволяват на бизнеса да използва актива за определен период, в замяна на редовни плащания. Бизнес клиентът избира активите, от които се нуждае а финансовата фирма ги купува от името на бизнеса. Много видове бизнес активи са подходящи за финансиране, чрез използване на покупка чрез наемане или лизинг, включително инсталации/заводи и машини, бизнес коли, търговски превозни средства, земеделско оборудване, хотелско оборудване, медицинско оборудване, компютри (включително софтуерни пакети), офис оборудване.

Покупка чрез наемане. Със споразумението за покупка чрез наемане, след извършване на всички плащания, бизнес клиентът става собственик на оборудването. Тази собственост се прехвърля или автоматично, или при плащане на опция за покупка на имот.

За целите на данъчното облагане, от началото на споразумението, бизнес клиентът се третира като собственик на оборудването и поради това може да приспадне амортизациите и обезценяването от печалбата. Обезценяването и амортизациите могат да бъдат съществен данъчен стимул за бизнеса да инвестира в нова инсталация и машини, или да обнови информационните си системи. По споразумението за покупка чрез наемане, бизнес клиентът обикновено е отговорен за поддържането на оборудването.

Лизинг. Фундаменталната отличителна черта на лизинга е, че собствеността никога не преминава към фирмата, която използва отдадените на лизинг активи. Вместо това, лизинговата компания отчита обезценяването на активите и прехвърля някои от ползите към бизнес клиента, чрез намаляване на наема.

Бизнес клиентът може обикновено да приспадне пълната стойност на лизинговите плащания от облагаемия доход, като оперативен разход. Както при покупката чрез наемане, потребителят на активите обикновено ще бъде отговорен за тяхното поддържане.

Има няколко вида лизинг:

- **Финансов лизинг.** Финансовият лизинг, или „лизинг на пълно изплащане” е близко до алтернативата на покупка чрез наемане. Лизинговата фирма възстановява пълната стойност на оборудването, плюс таксите за целия период на лизинга.
Въпреки, че фирмата не притежава оборудването, тя поема повечето от рисковете и ползите, свързани със собствеността. Тя е отговорна за поддръжката и застраховката на актива и трябва да покаже взетият на лизинг актив в баланса, като позиция на капитала.
Когато лизингът приключи, лизинговата фирма обикновено договаря втори лизингов период, при съществено редуцирани плащания. Обратно, ако бизнесът желае да спре използването на оборудването, то може да се продаде втора ръка на трета несвързана страна. Бизнесът урежда продажбата от името на лизинговата фирма и получава по-голямата част от постъпленията от продажбата.
- **Продажба и обратен лизинг** е разновидност на финансовия лизинг. Когато една фирма се нуждае от финанси и има подходящ актив, тя може да продаде актива на финансова институция, чрез сделка за обратен лизинг, като част от договора за продажба. Така, фирмата задържа използването на актива и печели допълнителни парични средства. Земята и сградите често са предмет на сделки за продажба и повторен лизинг.
- **Оперативен (или обслужващ) лизинг.** Ако една фирма се нуждае от активите за по-кратко време, тогава оперативният лизинг може да бъде отговорът. Лизинговата фирма ще отдава на лизинг оборудването, като очаква да го продаде втора ръка в края на лизинга, или да го отдаде на лизинг отново на някой друг. Следователно, няма да има нужда да се възстановява пълната стойност на оборудването чрез лизингови наеми.
Този тип лизинг е типичен за оборудване, където има добре установен пазар за втора ръка (например, коли и оборудване за строителство). Периодът на лизинга обикновено е за две до три години, въпреки че може да бъде много по-дълъг, но е винаги по-кратък от работния живот на машината.
Активите, финансирани по оперативен лизинг не се показват/посочват като активи в баланса. Напротив, цялата стойност на оперативния лизинг се третира като стойност в сметката на печалбата и загубата.
- **Договорът за наемане** е форма на оперативен лизинг и той се използва често за превозни средства. Лизинговата фирма поема някаква отговорност за управлението и поддръжката на превозните средства. Сервизът може да включва разходи за редовна поддръжка и ремонтни дейности, подмяна на гуми и батерии, осигуряване на превозни средства за подмяна, пътна помощ и възстановяване и плащане на лицензи за превозните средства.

Осчетоводяване. Съгласно Стандартите на финансовото осчетоводяване, от гледна точка на Лизингополучателя, двете счетоводни категории са капиталов лизинг и оперативен лизинг. Лизингът се класифицира като капиталов лизинг, ако отговаря на

един, или повече от четирите критерии (ако лизингът не е капиталов, той се класифицира като оперативен лизинг):

1. Лизингът прехвърля собствеността на имуществото към Лизингополучателя в края на срока на лизинга.
2. Лизингът дава на Лизингополучателя опцията да закупи имуществото на цена значително под очакваната справедлива стойност на имуществото, така че опцията е твърде вероятно да се приеме.
3. Срокът на лизинга е равен на 75% или повече от изчисления икономически живот на имуществото.
4. Сегашната /текущата стойност на минималните лизингови плащания превишава 90% от справедливата стойност на имуществото в началото на лизинга. Дискаунт факторът, който трябва да се използва при изчисляване на текущата стойност е косвения процент/ставка, използван от Лизингодателя, или нарастващия процента/ставката при заемането от Лизингополучателя - което от двете е по-ниско.

При оперативния лизинг, наемите трябва да се считат като разход за периода на лизинга, при разкриване/отразяване на бъдещите наемни задължения като цяло, както и по години за периода на лизинга. Капиталовият лизинг се капитализира и се посочва в баланса като фиксиран актив и като задължение. Капитализацията представлява настоящата стойност на минималните лизингови плащания, минус онази част от лизинговите плащания, представляващи разходите по изпълнението, като застраховка, поддръжка и такси, платими от Лизингодателя. Активът трябва тогава да се амортизира по начин, съответстващ на политиката на обезценяване на Лизингополучателя.

Фактори които трябва да се имат предвид по отношение на лизинга

Сигурност. Важно предимство е това, че покупката чрез наемане, или споразумение за лизинг е средство за средносрочно до дългосрочно осигуряване на парични средства. Така се отстранява несигурността свързана с алтернативни средства на финансиране, като овърдрафтът, който е платим при поискване.

Обаче, от друга страна при споразуменията за покупка при наемане и лизинг, които са дългосрочни ангажименти, няма да е възможно, или може да се окаже твърде скъпо ранното им приключване.

Бюджетиране. Редовните плащания по покупката при наемане, или лизинг (които обикновено също са фиксирани суми) помагат на бизнеса да прогнозира паричния си поток. Бизнесът е в състояние да сравни плащанията с очакваните приходи и печалби, генерирани от използването на актива.

Фиксиран процент на финансите. В повечето случаи плащанията са фиксирани за времето на споразумението за покупка при наемане или лизинг, така че бизнесът ще знае в началото на споразумението какви ще бъдат плащанията. Това е от значение във време на ниски, стабилни, или покачващи се лихвени проценти, но може да се окаже скъпо, ако лихвените проценти започнат да падат.

При някои споразумения (особено, дългосрочните), финансовата фирма може да предложи опцията за променливи проценти. В тези случаи, наемите, или вноските ще варират с текущите лихвени проценти; отгук, може да е по-трудно да се направи бюджет за нивото на плащането.

Ефектът на сигурност. И при покупката при наемане и при лизинга, финансовата фирма запазва юридически собствеността върху активите, най-малко до края на споразумението. Това обикновено дава на финансовата фирма по-голяма сигурност, отколкото даването на други видове заеми, или възможности за овърдрафт. Следователно, финансовата фирма може да бъде в състояние да предложи по-добри условия.

Решението за предоставяне на финанси на малкия, или среден бизнес зависи от кредитното състояние и потенциала на бизнеса. Тъй като финансовата фирма има сигурност в активите, тя може да наклони везните в полза на положително решение за кредитиране.

Максимални финанси. Покупката чрез наемане и лизинг може да осигури финанси за пълната стойност на активите. Може обаче, да има нужда от депозит за покупка чрез наемане, или да се направят авансово едно или повече плащания при лизинга.

Данъчни предимства. Покупката чрез наемане и лизинг дава на бизнеса избор как да се възползва от обезценяването и амортизацията. Ако бизнесът е печеливш, той може да осчетоводи свое обезценяване и амортизация, чрез покупка на наемане или пълна покупка. Ако той не е в състояние да плаща данъци, тогава оперативният лизинг може да е по-изгоден за бизнеса.

Лизинг или наемане и купуване? Когато се обсъжда инвестирането в даден актив, фирмата трябва да вземе две решения. Първо, приемлив ли е проектът като инвестиция – т.е. има ли положителна нетна текуща стойност, ако се финансира при неговата оптимална структура на капитала? Второ, как да се финансира - чрез лизинг или заем? Разходите и ползите на лизинга включват анализ на следните парични потоци:

1. Спестяване на пари, което е равно на сумата на разходите по инвестицията, I , които фирмата няма да прави, ако дава на лизинг.
2. Изтичане на пари, което е равно на текущата стойност на плащанията по лизинга след данъците, $PV(LF_t \cdot (1-\tau))$, където LF_t е таксата лизинг-наем а τ – ставката на данъка.
3. Текущата стойност на възможните разходи на данъчната защита от изгубеното обезценяване, $PV(\tau \cdot dep_t)$ (и съответните кредити на данъка на инвестицията, ако има такива), където dep_t е изписаното годишно обезценяване.
4. Текущата стойност на промяната в защитата от обезценяването върху дълга, който се заменя с финансиране от лизинг, $PV(\tau \cdot \Delta(k_D, D_t))$, където k_D е лихвения процент върху заменения капитал на дълга преди данъците а D_t е остатъчната стойност по документи на дълга висящ в периода t .

Четирите срока за NPV за Лизингополучателя се обобщават по следното уравнение:

$$NPV = I - PV((1-\tau) \cdot LF_t) - PV(\tau \cdot dep_t) - PV(\tau \cdot \Delta(k_D, D_t)).$$

Пример 11

Да приемем, че фирма иска да инвестира 10 000 € и обсъжда дали да заеме и купи или вземе на лизинг. Лихвеният процент на дълга е 10%, докато за лизинга той е 12%. Съответната ставка на данъка е 15%.

Примерните калкулации са представени в таблицата по-долу:

А	Б	В	Г	Д	Е	Ж	З	И	К	Л
Година	<i>I</i>		Лизинг	Заемане и купуване					NPV за решение за лизинг	
		Плащане по лизинга	Плащане по лизинга след данъците	Обезценяване	Данъчна защита при обезценяване	Висящ дълг	Лихва	Данъчна защита при лихви	CF	PV(CF)
			=C*(1-данъчна ставка)	=инвестиция / брой години	= E*данъчна ставка			=Н*данъчна ставка	=D+F+I	=J/[(1+10%)^A)]
0	10000									10000,00
1		2774,10	2357,98	2000	300	10000,00	1000,00	150	2807,98	2552,71
2		2774,10	2357,98	2000	300	8362,03	836,20	125,43	2783,41	2300,34
3		2774,10	2357,98	2000	300	6560,25	656,03	98,40	2756,39	2070,91
4		2774,10	2357,98	2000	300	4578,30	457,83	68,67	2726,66	1862,34
5		2774,10	2357,98	2000	300	2398,16	239,82	35,97	2693,96	1672,73
									NPV	-459,04

В заключение, в този пример, плащането по лизинга в сравнение с наемането и покупката, генерира негативно NPV (нетна текуща стойност), което означава, че трябва да се избере опцията на наемане и купуване.

Има някои други фактори, които не са чисто финансови, които се отразяват върху решението за лизинг. Те включват:

- подобни парични потоци, както вече споменахме;
- стимули за грижа за активите (тъй като Лизингополучателите нямат право на остатъчна стойност на актива, те нямат стимул да се грижат за него, и така колкото е по-зависима стойността на актива от решението за използване и поддържане, толкова по-висока е вероятността, активът ще бъде закупен, а не взет на лизинг);
- степента на специализиране на даден актив за използване в дадена фирма (организационно-специфичните активи генерират разходи под формата на преговори, администрация и други разходи поради конфликти между Лизингодателя и Лизингополучателя; това обяснява защо фирмите вземат на лизинг офис оборудване, или превозни средства по-често, отколкото специфично производствено оборудване или такова за извършване проучване);
- време (ако една фирма иска да използва активите за период, който е по-кратък от икономическия им живот, тя може да обсъди лизинга).

6.3. Корпоративни облигации

Фирмите могат да наемат като използват ценни книжа с фиксиран лихвен процент, платими по номинала, или посочената стойност на ценните книжа (известно като *купонна ставка*) и предварително посочена дата за изкупуване. Такива ценни книжа се наричат *корпоративни облигации* (или *замен фонд*, или *облигации с осигурена задължителна лихва*).

Корпоративните облигации могат да се използват по няколко начина, включително директни емисии за публична продажба. Компаниите могат да използват услугите на емитентите и да ги помолят да извършат емитирането със своите клиенти, често институционални – това е най-често срещано при компаниите, които са регистрирани на борсата.

Нерегистрираните компании могат да продадат своите облигации директно на своите акционери, или други инвеститори. В този случай, не е разрешено да се търгуват такива облигации публично.

Фактори за обсъждане от бизнеса по финансирането на облигациите

Разходите по емитирането са сравнително ниски; те се изчисляват на 2 до 3 процента от стойността на набраните средства.

Разходи за обслужване. Тъй като облигациите са сравнително нискорискова инвестиция за инвеститорите, очакваната възвращаемост е ниска в сравнение с онази която обикновено се търси от притежателите на екуитета.

Задължение за плащане на лихви. Издателите на облигации имат задължението да плащат лихви, съгласно сроковете, договорени по време на емитирането. Ако това не се извърши, това се счита за неустойка, позволяваща на всеки от притежателите на облигации да инициира съответните юридически процедури.

Задължение за изкупуване на облигациите. Независимо от това, дали облигациите се емитирани като такива за изкупуване, или не, фирмата може винаги да изкупи своите облигации на свободния пазар (при условие, че са регистрирани). Така, облигациите предлагат ниво на гъвкавост, което липсва при акциите. Ако облигациите се емитират като такива за изкупуване, фирмата е в договорно задължение да ги изкупи. Това може да постави бизнеса в трудно положение спрямо паричния поток, тъй като приближава датата на падежа за изкупуване.

Приспадане на данъци от лихвите по облигациите. Лихвите плащани към притежателите на облигации се приспадат от печалбата за целите на корпоративното данъчно облагане.

Контрол и свобода на действие. Притежателите на облигации нямат контрол от гледна точка на правото на гласуване, но може да има някои ограничения. Онези, които дават пари на заем налагат условия, или *клаузи* върху бизнеса. Ако не се спазват, в зависимост от договора между заемодателите и фирмата, заемодателите имат право да поискат незабавно изплащане на заемите. Типичните клаузи включват:

- Рестрикция / ограничаване на нивата на дивидентите;
- Поддръжка на минимално съотношение на текущите активи / текущите задължения;
- Ограничаване на правото на бизнеса да се освобождава от своите не-текущи активи;
- Ограничаване нивото на финансово (капиталово) разстройване.

Сравнение на корпоративните облигации и банковите заеми е дадено в Таблица 4.

Таблица 4. Сравнение на финансирането с облигации и заеми

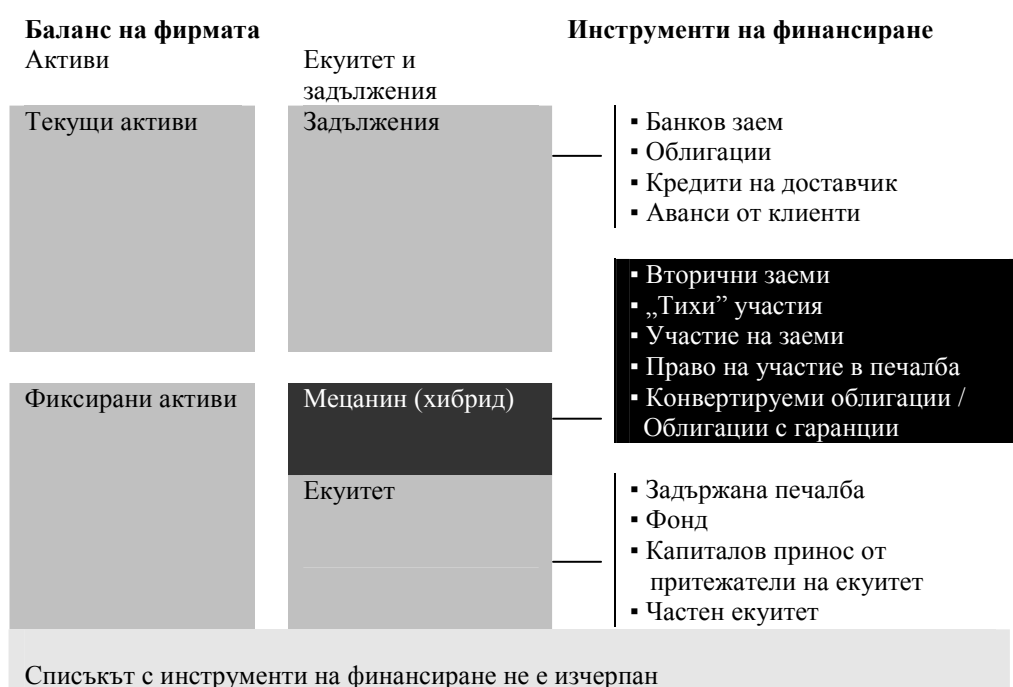
Облигации	Заеми
• Неограничена сума на емисията; • Възможност за ре-финансиране на съществуващите заеми или	• По-тясно сътрудничество между банката и нейния клиент и по-активна обмяна на информация;

осъществяване на големи проекти; • Няма нужда от допълнителна гаранция; • Никакъв контрол, или рестрикции/ограничения, които може да се наложат от банките при отпускане на заеми; • Диверсификация на парите и ангажиране на по-голям брой инвеститори; • Облигациите могат да включват различни условия и клаузи; • Корекция на структурата на задълженията; • Маркетинг и публичност (вижда се името на фирмата); • Възможност да се използват по-евтини ресурси, от банковите заеми; Веднъж стъпила на пазара, фирмата може да купува от други източници по-евтино.	• Опитът на банките при мониторинг на положението във фирмите и решаване на проблемните ситуации; • Конфиденциалност на фирмената информация; • Предимство когато се заемат сравнително малки суми пари; • Възможност за разглеждане на условията на договорите; • Възможност за задоволяване на бързите нужди от пари; • Източник на финансиране, когато ситуацията на пазара на облигациите не е благоприятен.
--	---

6.4. Хибридно финансиране (мечанин)

При корпоративното финансиране, *мечанин* (хибрид) е термин за хибридна форма на финансиране, което обединява елементи на финансиране с дълг и екуитет. От перспектива на баланса, хибридният капитал е инструмент, който действа като гъвкав мост между чистия дълг и чистия екуитет (виж Фигура 24). По този начин е възможно да се оздрави състоянието, което не може да се направи чрез класическите форми на корпоративното финансиране.

Фигура 24. Хибриден капитал срещу дълг и екуитет

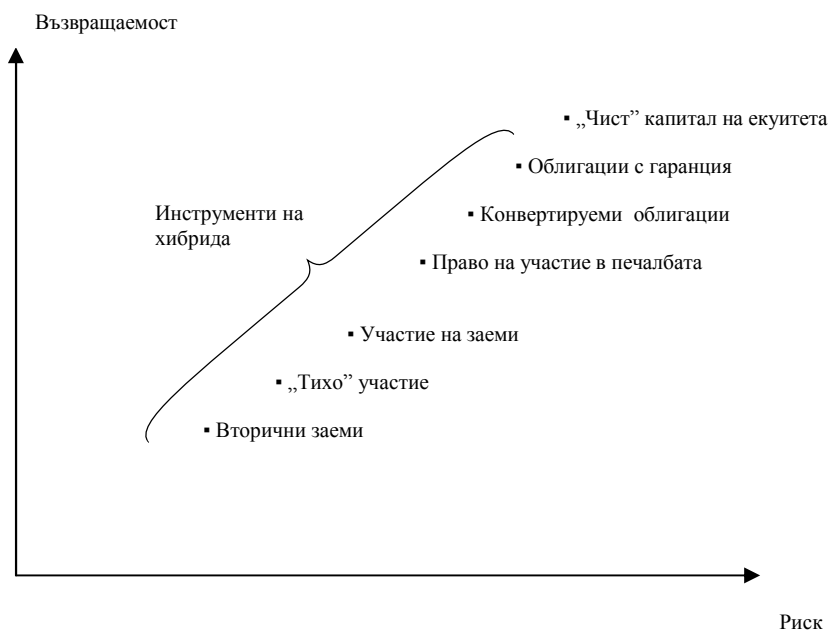


Източник: Икономическо проучване на Кредит Суйс на база на Muller-Kanel (2004)

Хибридно финансиране не е самостоятелен инструмент на финансиране като заема, или фонда, а хибридна конструкция, която се възползва от различни инструменти. Най-важните хибридни инструменти за финансиране включват вторични заеми, участващи заеми, „тихи“ участия, право на участие в печалбата, конвертируеми облигации с гаранции. Общо черта на различните инструменти е това, че те могат да се структурират гъвкаво в много различни форми и да се комбинират в почти всеки желан начин, за да се осигури решение за определеното искане за финансиране на частни и регистрирани фирми. Гъвкавостта се отнася за сумата, падежа и времето и начина на изплащане, както и изплащането на инструмента. При тези характеристики, съществува широк обхват от опции за структуриране на хибридно финансиране в практиката.

Специфичната форма на инструмента за хибридно финансиране се класифицира първо по неговото положение между екуитета и дълга в баланса (екуитет срещу хибриден дълг), и второ, по неговата възможност за търгуване, което обхваща книжните инструменти (частен хибрид) и онези, които могат да се търгуват на капиталовите пазари (публичен хибрид). Последните може да се емитират за публична продажба (например на борсата) или да се емитират частно. Хибридът на екуитета включва споразумения за хибридно финансиране, при които положението на инвеститора е относително подобно на това на притежателя на фонда. Обратно, финансирането при което инвеститорът има подобна позиция на тази на заемодателя се класифицира като хибрид на дълга. Могат да възникнат различни профили на риск-възвръщаемост за инвеститора на хибрида, в зависимост от това колко близко стои инструментът до чистия дълг, или екуитета (виж Фигура 25).

Фигура 25. Характеристика на риск-възвръщаемост за хибридните инструменти



Източник: Икономическо проучване на швейцарския кредит

Сравнението на хибрида с традиционния заем и капитал на екуитета е представено на Таблица 5. Ключовото отличие на хибридният капитал е, че инвеститорите на хибрид имат подчинен статус по отношение на другите кредитори на заеми, в случай на банкрут. Това означава, че в случай на банкрут, първо се плаща на заемодателите, после на кредиторите на хибрид. По тази причина, хибридните парични средства – въпреки, че се класифицират като дълг за целите на законодателството и данъчното облагане – също се описват като „икономически екуитет”, или „квази-екуитет”, защото те представляват отговорен капитал на екуитета, от гледна точка на заемодателите.

От друга страна, инвеститорите на хибрид се класифицират по-високо в сравнение с инвеститорите на чист екуитет. За разлика от капитала на екуитета, хибридните средства обикновено са на разположение за ограничено време, докато бизнесът генерира достатъчно капитал на екуитета от задържана печалба. Подчиненият статус на хибридният капитал означава, че не трябва да се осигурява гаранция под формата на имущество, оборудване и др., както е в случая с финансирането с класически заем и правото на участие е ограничено.

Таблица 5. Сравнение на хибрида с „традиционния” капитал

	Конвенционален заем	Хибрид	Капитал на екуитета
Икономическа перспектива	Капитал на дълга	Капитал на екуитета	Капитал на екуитета
Законова перспектива	Капитал на дълга	Капитал на дълга	Капитал на екуитета
Данъчно облагане	Лихвата по дълга може да се приспадне	Лихвата по дълга може да се приспадне	Данък върху капитала
Ангажиране на инвеститора в управлението	Никакво пряко участие	Никакво пряко участие	Пряко участие
Срок	4-5 години, ограничен срок	5-8 години, ограничен срок	Дълъг срок
Гаранция	Обикновено гарантиран	Никаква гаранция	Никаква гаранция
Цел	Определена в договора	Не е определена	Не е определена

Предимствата на хибридно финансиране за фирмите:

- Подобрява финансовия дефицит и осигурява капитал за осъществяване на корпоративни проекти;
- Подобрява структурата на баланса и по този начин надеждността за кредит, което може да има положителен ефект върху рейтинга на фирмата и може да разшири възможностите за привличане на други видове финанси;
- Заздравява икономическия капитал на екуитета, без нуждата от разводняване на екуитета, или отстъпване на правата върху собствеността, следователно фирмата има по-голяма свобода на действие;
- Плащания на лихви, които се приспадат от данъците и гъвкава разплащателна структура.

Предимствата на хибрида са следните:

- По-скъп от конвенционалното финансиране с дълг;
- Капиталът се осигурява само за ограничен срок, за разлика от чистия капитал на екуитета;

- Изискване за по-стриктна прозрачност .

Фактори за бизнеса за обсъждане на хибридно финансиране

Критерии за използване на хибрид. Фирмите, които биха искали да се възползват от хибридно финансиране, трябва да се съобразят със следните критерии:

- възможностите за финансиране от собствени ресурси са изчерпани и финансирането със заем е недостатъчно;
- въпросната фирма има силна позиция на пазара, на базата на продуктите/технологията и пазарните дялове;
- фирмата е в добро финансово положение и има добра, стабилна нарастваща печалба, където е възможно; паричните потоци на фирмата са положителни и стабилни; те могат надеждно да се прогнозират;
- фирмата има фокусирана бизнес стратегия и положителна перспектива за дългосрочно развитие;
- фирмата осигурява подходящо финансиране и функциониране на осчетоводяването, и открита информационна политика;
- качество и непрекъснато корпоративно управление.

Инструменти на хибрида. В зависимост от използвания инструмент, разходите за обслужването, нивото на контрола, третирането на финансите като дълг на екуитета ще бъдат различни. Основните инструменти са следните:

- **Вторичните заеми** (нисш дълг) са необезпечени заеми, където искът на заемотателя за изплащане в случай на банкрут застава след заемотателите на „нормални“ заеми (висш дълг). На заемотателите на вторичен дълг въпреки всичко се плаща, преди инвеститорите на екуитет.
- **Участващите заеми** са „нормални“ заеми, но вместо фиксирано, тяхното изплащане е зависимо/условно от резултатите на бизнеса. Въпреки споделянето на печалбата, участващите заеми не дават тласък на връзката със собствеността. Участието в загубата се изключва по договор. В случай на банкрут, заемотателите участват в резултатите на ликвидацията по същия начин, както другите кредитори на заеми.
- **„Тихото“ участие** е по-близко юридически до притежаването на акции, отколкото вторичните, или участващи заеми. Отличителната черта на тази форма на финансиране е, че едно или повече лица имат екуитет във фирмата, но без да поемат никаква отговорност към кредиторите на фирмата. Типичното „тихо“ участие засяга само вътрешните дела на фирмата и не е очевиден за външните наблюдатели. Подробностите на участие в печалбата, или загубата, включването в управлението на фирмата, надзора и информационните права, и т.н. могат да бъдат структурирани гъвкаво. Основната черта на този тип финансиране е, че тихият инвеститор участва в загубите. Обаче, е възможно да се премахне тази особеност частично или напълно.
- **Право на участие в печалбата.** Правото на участие в печалбата е инвестиция в екуитета, което дава на притежателя права над активите на фирмата (например участие в печалбата, или в излишъка при ликвидация, регистриране за нов фонд), но не и за правото да бъде питан по бизнес решения. Това означава, че притежателят на права за участие в печалбата няма глас, или права по управлението, което позволява намеса в бизнес делата на фирмата, а просто право за определен паричен иск и нищо повече.

- **Конвертируеми облигации / облигации с гаранция.** В допълнение към обикновеното право за фиксирани плащания на лихви и изплащане на главницата, притежателите на конвертируеми облигации, или облигации с гаранции имат правото да придобиват акции, или други инструменти на екуитета на фирмата вместо приемане на изплащане на облигацията. Това право се упражнява за определен период и при предварително определена конверсия, или вноса. Ефектът от упражняването на правото на конверсия от притежателите на облигации е превръщане на дълга в екуитет. Разликата между конвертируемата облигация и облигацията с гаранции е, че в последния случай, гаранциите са отделени от облигацията и следователно могат да се търгуват отделно.

Таблица 6. Сравнение на основните инструменти на хибрида

	Вторичен заем	Участващи заеми	Тихо участие	Конвертируеми облигации	Участие в печалбата	Типично тихо участие
Компенсация за заемотателя	Фиксирана	променливи	Фиксирани и променливи	Фиксирани и право на конверсия	Фиксирани и променливи	Фиксирани и променливи
Очакван печалба за заемотателя	10-16% средно	10-16% средно	12-16% средно	10-16% средно; 20-30% за конверсия	12-16% средно	12-18% средно; >20% ако има условие за участие в екуитета
Правото на заемотатели те да получават информация и да участват при вземането на решения	Позиция на кредитори, обикновено с право на вето	Позиция на кредитори	Договорни права за одобрение и контрол	Позиция на кредитор; След конверсия – като партньор/Притежател на акции	Договорни права за одобрение и контрол	Позиция като съдружник; договорни права за одобрение и контрол
Екуитет по баланс	Няма	Няма	Зависи от споразумение то	Само след конверсия	Зависи от споразумението	Да
Участие в загубата	няма	няма	Обикновено да	няма	Обикновено да	Обикновено да

Основните провайдери/доставчици на хибридно финансиране са следните:

- частни фондове за екуитет;
- специализирани хибридни фондове;
- фондове за хеджиране;
- банки.

Резюме

- Заемите са много важен източник за финанси, които се използват от всички видове фирми. Това е доста евтин източник на финанси – много ниски разходи за емитиране (евтин за договаряне). Заемите могат да се договорят така, че да отговарят на нуждите на бизнеса: периодите от време може да варират; обикновено има възможност за избор между променливи и фиксирани лихвени проценти и различни погасителни планове.

- Лизингът е споразумение, където финансовата институция (обикновено банка, или лизингова фирма) купува актив, който тя дава на лизинг на потребител. По принцип, това е обезпечен заем за въпросния актив. Съществуват няколко инструмента за лизинг, включително покупка чрез наемане, финансов лизинг, продажба и обратен лизинг, оперативен лизинг, и договорно наемане. Фирмата трябва да обсъди дали иска да използва активите за период, който е по-кратък от икономическия лизинг, в допълнение, активите обикновено не трябва да бъдат твърде специфични за фирмата (важно е за лизинговата фирма да може да използва активите отново).
- Корпоративните облигации са ценните книжа с лихвен процент, платим върху номиналната стойност на ценните книжа и дата на изкупуване. Този вид ценни книжа могат да се емитират от всяка компания, независимо от нейния размер, с изключение на малките компании, които обикновено не могат да продават своите облигации публично. Същината е, че за бизнеса наличието на корпоративни облигации, като дълг, може да ограничи свободата на действие на фирмата. Разходите по емитирането обикновено са по-високи от тези за заем – има значителни фиксирани разходи.
- Хибридният е термин за хибридна форма на финансиране, която комбинира елементи на финансиране с дълг и екуитет. Най-известният инструмент на хибрида е вторичния заем; това е необезпечен заем, където искът на заемодателя за изплащане, в случай на банкрут стои след този на осигуряващите „редовни“ заеми. Фирмите, които биха използвали хибридно финансиране, трябва да се съобразяват с някои изисквания: да бъдат в стабилно финансово положение; да имат силни позиции на пазара; перспектива за дългосрочно положително развитие. Този източник е по-скъп отколкото „редовните“ заеми. Той се използва когато възможностите за заем са изчерпани и вече няма на разположение екуитет; той се използва за големи сделки и много често при сливане и покупка на фирми.

Ключови термини

- Капиталов лизинг
- Конвертируема облигация
- Хибридно финансиране
- Оперативен лизинг
- Тихо участие
- Вторичен заем
- Срочен заем

Съответни уеб сайтове

- Банката на Литва оповестява междубанковите лихвени проценти: <http://www.lb.lt>. На страницата може да намерите списък на търговските банки, които дават заеми.
- В допълнение към списъка с банките, Асоциацията на банките в Литва осигурява списък на лизинговите компании: <http://www.lba.lt/go.php/lizingas>
- Nasdaq OMX Балтийската фондова борса дава информация за акциите и корпоративните облигации, които се търгуват: <http://www.nasdaqomxbaltic.com>.

Допълнителна литература

1. Berk, J., DeMarzo, P. (2007). Корпоративни финанси. Бостън: Pearson-Addison-Wesley
2. Credit Suisse (2005). Хибридно финансиране – хибриден инструмент с бъдеще // Икономически брифинг № 42.
3. Copelan, T., Weston., J.F. Shastri, K. (2005). Теория на Финансите и корпоративна политика. Бостън: Pearson-Addison-Wesley
4. McLaney, E. (2006). Бизнес финанси: Теория и практика, 7мо издание. Harlow: Pearson education
5. Vernimmen, P. (2005). Корпоративни финанси: теория и практика Chichester (UK): Wiley=

Въпроси и проблеми за проверка на знанията

1. Изчислете константното плащане и константните погасителни планове за заем от 100 000 €, който е взет за 4 години. Заемът трябва да се върне с плащания на тримесечия; годишният лихвен процент е 14%.
2. Какви са критериите, по които се различава капиталовия лизинг от оперативния лизинг?
3. Да предположим, че фирмата има три алтернативни вида оборудване за закупуване:

Оборудване	Цена на покупка, ако се закупи	Годишен разход по лизинга и гарантирана остатъчна стойност на 5-годишен оперативен лизинг
A	761 00	170 000; 16% остатъчна стойност
B	735 000	162 500; 23% остатъчна стойност
C	715 000	159 000; 21% остатъчна стойност

Да приемем, че цялото оборудване е подменено. Данъчната ставка е 15%. Коя опция трябва да се избере, на базата на финансовите критерии? (Съвет: използвайте нетната текуща стойност и вътрешната ставка на възвращаемост). Какви други критерии може да са важни за вземането на това решение?

4. Кое от следното е вярно:
 - а) финансирането с облигации не е на разположение за малките и средни предприятия;
 - б) емитирането на облигации дава повече свобода за действие на фирмата, отколкото при финансирането със заем;
 - в) емитирането на облигации е по-скъпо от емитирането на екуитет;
 - г) облигациите са най-важният инструмент за хибридно финансиране.
5. Някои фирми емитират конвертируеми облигации, които дават право на притежателите да ги превърнат в обикновени акции в същия бизнес, на по-късен етап. Защо фирмата може да избере да емитира конвертируеми облигации вместо екуитет?
6. В кои случаи хибридът е подходящо средство за финансиране?

7. КРАТКОСРОЧНИ ФИНАНСИ: ФИНАНСОВИ ИНСТРУМЕНТИ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА РАБОТНИЯ КАПИТАЛ

Съдържание	• Основни понятия в управлението на работния капитал • Търговски кредит (включително застраховка на търговския кредит, акредитиви, основни инструменти за плащане) • Овърдрафт • Комисионерство • Инструменти за краткосрочни инвестиции
------------	--

7.1. Основни понятия в управлението на работния капитал

Работният капитал включва връзката между краткосрочните активи на фирмата и нейните краткосрочни задължения. Есенцията на управлението на работния капитал е да се гарантира, че фирмата е в състояние да продължи своите операции и, че тя е достатъчно способна да изплати краткосрочния си дълг на падежа и да посрещне предстоящите оперативни разходи. Управлението на работния капитал включва инвентара, приходните и разплащателни сметки и паричните средства. Следователно, когато бизнесът взема решение за инвестиция, той трябва да разгледа не само финансовото състояние при придобиването на нови машини, сгради, но също така трябва да вземе предвид и допълнителните текущи активи, които всяка дейност обикновено носи след себе си.

Например, когато се повишава производството, ще има нужда да се държи допълнителен фонд от инвентар, промяната в приходите от продажбите обикновено е свързана с нивата на дълговете, общото увеличаване на мащаба на операциите ще предполага необходимост от по-големи нива на паричните средства и т.н.

В литературата, може да намерим две дефиниции за работния капитал:

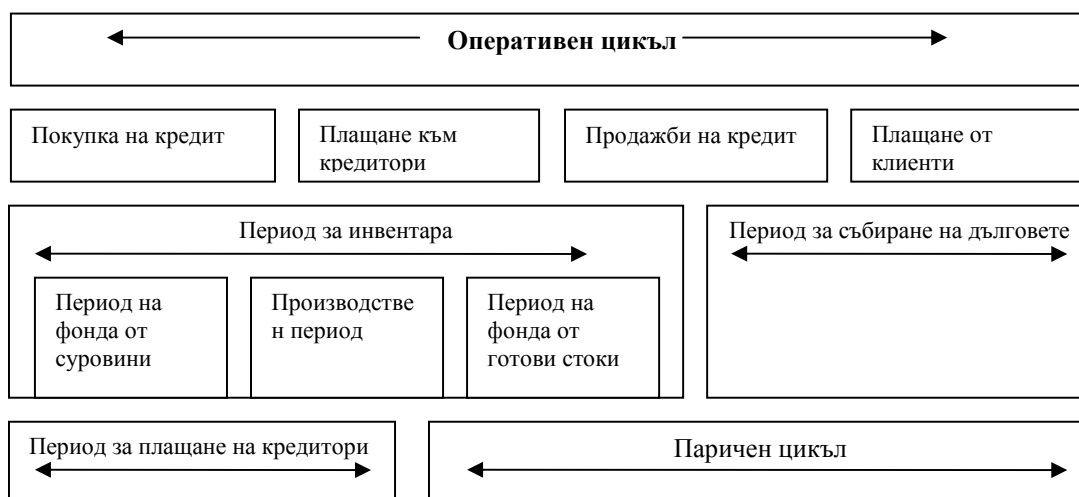
- *Брутният работен капитал* обикновено е инвестиция в краткосрочни активи;
- *Нетният работен капитал* (или обикновено само *работен капитал*) се дефинира като разлика на краткосрочните активи на фирмата и краткосрочните задължения. Нетният работен капитал може да се калкулира от две страни:
 - От страна на капитала: като разлика между дългосрочния капитал (екуитет и дълг) и дългосрочни активи;
 - От активите: като разлика между краткосрочните активи и краткосрочните задължения.

При управлението на работния капитал, целта е да се гарантира ефикасно ниво и на краткосрочните активи и на краткосрочните задължения. По време на процеса, целта е да се гарантира, че фирмата ще има достатъчно парични потоци за покриване на всички краткосрочни задължения. Разбира се, крайната цел, както беше посочено в началото на курса, е максимизиране на благосъстоянието на акционерите.

Основните коефициенти, които описват работния капитал са включени в модела на *оперативния цикъл*, който е демонстриран на Фигура 26. Оперативният цикъл включва всички части на управлението на работния капитал. В началото на цикъла, суровините, или инвентарът се закупуват от доставчици и разплащателните сметки се увеличават. От момента на покупката до продажбата се държи сметка на инвентара; след това,

стоките, или услугите се продават на кредит. Когато парите от клиентите стигнат до фирмата, цикълът започва отново. Оперативният цикъл зависи от сектора на икономиката (например, стоки или услуги), нивото на развитие на фирмата (нова или стара); географията на дейностите (експорт, импорт, или вътрешен пазар) и други фактори, които определят спецификата на дейностите на фирмата.

Фигура 26. Оперативен цикъл



Оперативният цикъл е периодът от време от покупката на инвентара, до получаването на парите. Цикълът на парите е периодът от време, на плащане на парите, до тяхното получаване.

Проверка Въпрос 12

Информацията по-долу се отнася за фирма X (всички цифри в м €):

Покупка на суровини	65
Използване на суровините	61
Приходи от продажбите (всичко на кредит)	240
Разходи при продажбите	180
Средно кредитори	4
Среден фонд от суровини	12
Средно работа в процес	7
Средно завършен фонд от стоки	18
Средно длъжници	35
Какъв е размерът на работния капитал на фирмата?	
Каква е продължителността на оперативния цикъл на парите?	
Как ще може да се редуцира работния капитал, без съкращаване на оперативния цикъл на парите? (забележете, че дните на цикъла не са еднакво важни от гледна точка на парите, т.е. промяната на един период няма да има същия ефект върху работния капитал, както друг).	

Съвети:

$$\text{Период за фонда от суровини} = \frac{\text{Фонд суровини}}{\text{Използване на суровини} / 365}$$

$$\text{Производствен период} = \frac{\text{Работа в процес}}{\text{Стойност на продажбите} / 365}$$

$$\text{Период на фонд от завършени стоки} = \frac{\text{Фонд завършени стоки}}{\text{Разходи на продажбите} / 365}$$

$$\text{Период за събиране на дълговете} = \frac{\text{Средно дългове}}{\text{Приходи от продажби} / 365}$$

$$\text{Период за разплащане с кредитори} = \frac{\text{Средно кредитори}}{\text{Покупки на суровини} / 365}$$

$$\text{Цикъл на парите} = \text{Оперативен цикъл} - \text{Период за събиране на дълговете}$$

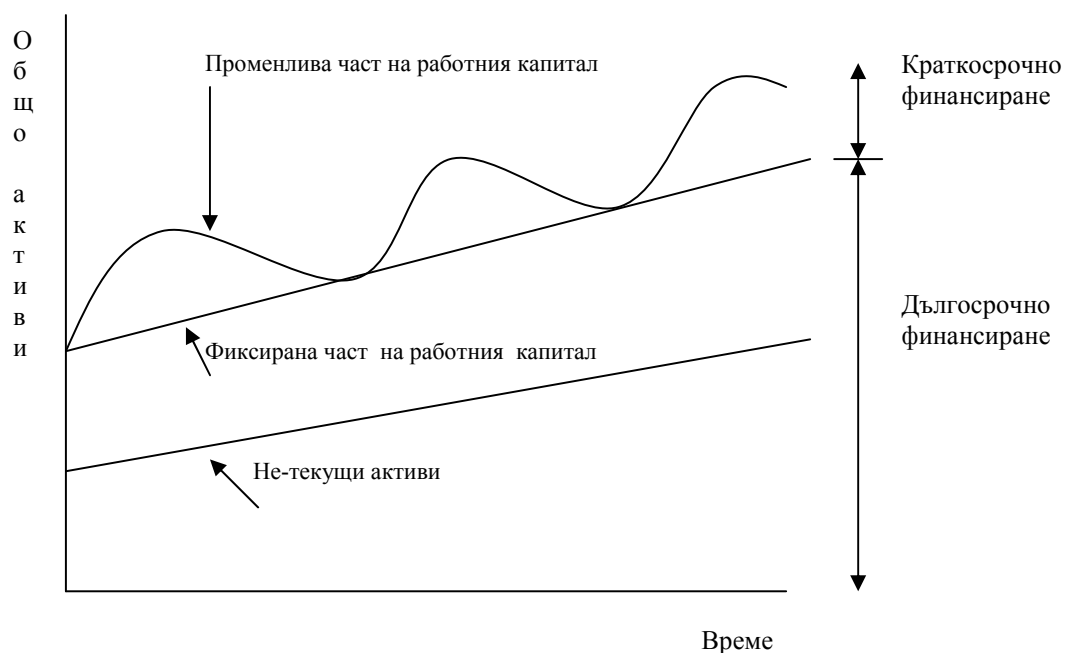
Проверка Въпрос 13

Каква е продължителността на оперативния цикъл на парите във вашата фирма? Какви заключения относно ефективността на управлението на работния капитал можете да направите, на базата на вашите изчисления? Какви са възможностите за подобрене?

Сумата на фондовете обвързани с работния капитал не е константна цифра, през цялата година. Много индустрии са сезонни, това означава, че приходите от продажбите, фондовете, дълговете и така нататък ще бъдат на моменти по-високи през годината.

За ефикасно управление, работният капитал ще трябва да се раздели на две части: фиксирана част и променлива част. Фиксираната част може да се определи, като минимална сума на работния капитал, изискван за годината. Широко прието е, фирмите да се финансират, както е показано на Фигура 27. Това е така наречения *метод на падеж-хеджиране*, който казва, че постоянната нужда (не-текущите активи и фиксирания елемент на работния капитал) трябва да се финансира от постоянните (или дългосрочни) източници (като екуитет и дългосрочен дълг); променливият елемент трябва да се финансира от краткосрочни източници, които могат да се привлекат и изплатят лесно, в кратък срок. Както може да се види на фигурата, разширяването изисква също и промяна на структурата на финансиране, необходимо на фирмата (структурата трябва да се промени чрез ограничаване и структурни промени също и на операциите на фирмата).

Фигура 27. Финансиране на фирмата: метод на падеж-хеджиране



Съществуват няколко основни стратегии за управление на работния капитал във фирмите:

1. *Агресивна* (или *рестриктивна*): поддържане на високо ниво на краткосрочните задължения и ниско ниво на краткосрочните активи;
2. *Консервативна* (или *гъвкава*): поддържане на ниско ниво на краткосрочните задължения и високо ниво на краткосрочните активи;
3. *Компромисна* (или *умерена*): междинна стратегия, между агресивната и консервативна стратегия.

Тези стратегии се определят от стратегиите за частично инвестиране (управление на краткосрочните активи) и финансиране (управление на краткосрочните задължения), което може да се прецени, като се използва дялът на краткосрочните активи и краткосрочните задължения в общите активи (виж Фигура 28).

Дял на краткосрочните задължения в общо активите



Тъй като управлението на работния капитал има две страни – активи и задължения, има два начина за справяне с финансирането: първо, оптимизиране на нуждите (т.е. увеличаване на усилията за събиране на дълговете, редуциране на инвентара и др.), второ, ако активите са на оптимално ниво, да се търсят подходящи източници на финансиране. В допълнение, ще се използват финансови инструменти, допускайки, че активите са на оптимално ниво.

Текущите активи (инвентара, дълговете и парите) не се финансират изцяло от дългосрочни източници на финансиране. Повечето фирми имат достъп до следните големи краткосрочни източници:

- търговски кредит, когато стоките и услугите за производство се закупят на кредит (например, фирмата не трябва да плаща веднага за доставката на суровините, но ѝ се разрешава да забави плащането с 30 дни);
- овърдрафт;
- краткосрочен дълг;
- комисионерство;
- акредитиви и т.н.

7.2. Търговски кредит

7.2.1. Търговският кредит като източник на финанси

Търговският кредит са парите, дължими за стоките и услугите, закупени на кредит от фирмата; той се появява на страната на задълженията и всъщност той е безлихвен заем. Разбира се, търговският кредит може да не бъде напълно освободен, ако фирмите включват разходите по предоставянето на кредитите в политиката си на ценообразуване и дискриминират онези, които уреждат сметките си незабавно.

Фактори за обсъждане от бизнеса по финансиране на търговски кредит

Цена срещу разходи за лихви. Някои доставчици може да предложат дискаунт / отбив за незабавно уреждане на плащането. От друга страна, отбивът трябва винаги да се сравнява с алтернативата – не вземането на търговски кредит ще доведе до разходи по лихви. Следователно, ще си струва да се направят някои разходи по вземането на търговски кредит (т.е. да се изгуби дискаунта), особено когато лихвените проценти са високи и по време на периодите на инфлация, когато тези които вземат на заем са облагодетелствани в сравнение с тези, които дават на заем.

Доброжелателство на доставчика. Ако кредитът се просрочи, доставчиците може да се дискриминират заради клиент, който не си плаща навреме. Ефектът от загубата на доверие зависи от съответната стабилност на ангажираните страни на пазара.

Администриране и осчетоводяване. Възползването от кредита може да повиши административните и счетоводни разходи, които иначе не биха се понесли. От друга страна, определените разходи при търговския кредит не са много обичайни.

Рестрикции от доставчиците. Много доставчици настояват, че за да се даде кредит, поръчките трябва да имат някакъв минимален размер и / или регулярност.

Риск от обменния курс. Фирмите, които купуват на кредит, където уреждането става в чужда валута, са изложени на риск и потенциални разходи. Следователно, управлението на риска за обменния курс става важен въпрос.

Проверка Въпрос 14

Фирма X произвежда стоки. Около 80% от покупките на фирмата са по срокове 2/10, нето 30 (което означава, че повечето доставчици предлагат 2% дискаунт на клиентите, които плащат в рамките на 10 дни, но във всеки случай, пълното плащане се очаква до 30-я ден). Фирмата плаща 10% лихви върху своя дълг. От финансова гледна точка, има ли смисъл от вземането на дискаунт?

Търговски дълг

В комбинация с управлението на търговския дълг (отпускането на търговски кредити на клиенти; това се появява на страната на активите, като постъпления, или *продажба на открита сметка*), управлението на търговския кредит е важен източник на краткосрочно финансиране. Търговският дълг работи по същия начин, както търговския кредит, но в обратна посока. Следователно, когато се управляват търговските дългове, важно е да се имат предвид следните аспекти:

- Загуба на лихви. Търговските дългове обикновено не са обезпечени (застраховката струва пари), следователно даването на безлихвени заеми е доста рисковано и скъпо.
- Разходи за администриране и осчетоводяване. Повечето фирми, които дават кредити трябва да имат ресурси за администриране и събиране на търговските дългове; обемът на счетоводните сделки се увеличава. Оценката на кредитното доверие на клиентите също има своите разходи.
- Разходи за лоши дългове. Освен ако фирмата не приеме изключително предпазлива политика за отпускане на кредит, някои дългове няма да бъдат никога платени.
- Дискаунт / отбив. Твърде срещано е да се предлага дискаунт на клиентите, при незабавно уреждане на дълга. Даването на дискаунт за незабавно плащане

може да представлява значителен разход, обаче бързото плащане може също да снижи някои от другите разходи.

7.2.2. Застраховка на търговския кредит

Както вече споменахме, търговският кредит се предлага от продавачите на клиентите, като алтернатива на плащане, или пари по сроковете на доставка, предоставящ време на клиента да генерира доход от продажби за изплащане на продукта, или услугата. Това предполага продавачът да поеме риска от не плащане. При експортна сделка, рискът се увеличава, когато фирмата има несигурност по отношение на законите, митниците, комуникациите и репутацията на клиента. В допълнение към повишения риск от не плащане, международната търговия представлява проблем за времето между експедирането на продукта и неговата наличност за продажба.

Приходната сметка е като заем и представлява капитал инвестиран от продавача (за финансиране на свои клиенти, много често, продавачът ще трябва да заема средства). Но този актив не е обезпечен, докато не се плати. Ако дългът на клиента е застрахован кредит, големият рисков актив става по-сигурен, като застрахованата сграда. Този актив тогава може да се разглежда като гаранция от институциите даващи заеми; и на базата на него, може да се отпусне заем за покриване на разходите и за производството на повече продукти. Следователно, застраховката на търговския кредит е инструмент за търговско финансиране.

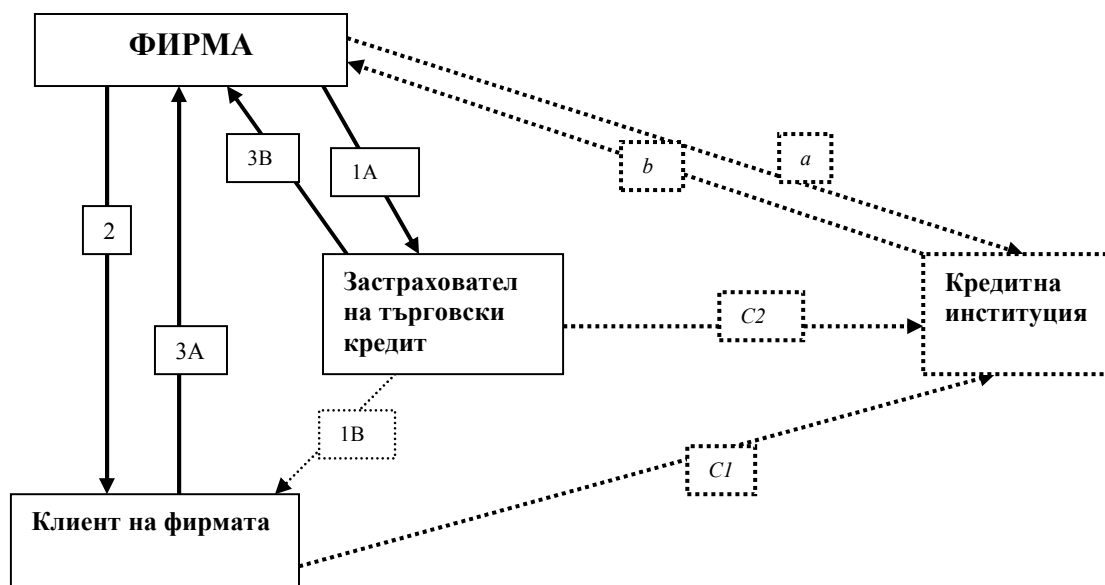
Застраховката на търговския кредит (наричано също *застраховка на кредита*, *застраховка на бизнес кредита*, или *застраховка на експортния кредит* когато се застрахова експортния търговски кредит) представлява застрахователна полица и продукт с управление на риска, предлаган от частни застрахователни компании и правителствени кредитни агенции при експорт, желаещи да застраховат своите приходни сметки срещу загуби от не плащане на търговския кредит. От гледна точка на фирмата, има няколко основни предимства от използването на застраховка за търговския кредит:

1. *Прехвърляне на риска.* Застраховката на търговския кредит е финансов инструмент за хеджиране срещу търговски (като неустойка на клиента, неплатежоспособност и др.) и политически (например, политическа нестабилност, експроприация, и др.; този вид риск и застраховка са често срещани при застраховката на експортен кредит) рискове, които са извън контрола на фирмата. Фирмата, използваща застраховка на кредита, прехвърля риска свързан с неустойката от страна на своите клиенти на застрахователната компания. Тъй като застрахователите на кредита управляват рисковете чрез притежаване на различно портфолио и субсидират тези рискове с големи суми на екуитета, те са по-подходящи да поемат рисковете, отколкото фирмата. Прехвърлянето на риска улеснява разширяването на продажбите (както на вътрешния, така също и на външния пазар): ако приходните сметки се застраховат, фирмата може безопасно да осигури отворени срокове за съществуващите клиенти, или да се спре на нови клиенти, които може да са твърде рискови, без застраховка (отворени срокове за износителите, което може да е особено важно предимство за конкурентност). Прехвърлянето на риска може също така да подобри финансовото състояние на фирмата, чрез застраховане от не плащане от страна на клиента.
2. *Допълнителни услуги.* Застраховането на кредита включва по-голям пакет услуги. Те включват не само постоянния мониторинг на кредитното доверие на

застрахованите клиенти, но също и обслужване на приходите в сметката, или предлагане на условия за плащане и доставка. Застрахователят на кредита също подкрепя фирмата при събирането на дълговете. В резултат на това, е възможно намаляване на разходите по лошите дългове и резервите, което освобождава парични средства за фирмата.

3. *Улесняване на финансирането.* Фирмите със застрахован кредит са в състояние да получат по-добри условия за кредита от банките. Някои банки изискват застраховане на кредита преди да предоставят финансирането.

Фигура 29. Процес на търговския кредит



Моделът на процеса на търговския кредит е демонстриран на Фигура 29. Основните стъпки са следните:

1. Фирмата подписва договор за застраховка със застрахователната компания за застраховане на приходните сметки на определен клиент и плаща застрахователна премия (стъпка 1А). Застрахователната компания проверява кредитното доверие на клиента на фирмата (стъпка 1В) и поставя граница за максимални постъпления в сметката, която ще се застрахова (фирмата ще бъде в състояние да продаде на своя клиент на кредит над тази граница, обаче, в този случай, постъпленията, които са над този лимит няма да се застраховат).
2. Фирмата продава стоки, или услуги на своя клиент на кредит.
3. Плащане: или клиентът плаща за предоставените стоки, или услуги (стъпка 3А); в този случай, няма загуби за застрахователя), или ако клиентът не е в състояние да плати, застрахователната компания плаща обезщетението – договорения процент от постъпленията от този клиент (стъпка 3В).

Понякога, фирмите финансират своите нужди от работен капитал от кредитни институции. В такива случаи, схемата за застраховане на кредита може да бъде допълнена. Процесът, когато са ангажирани кредитните институции се напаса така:

- а. Фирмата се обръща към кредитната институция за финансиране и като гаранция предоставя договор за застраховка на търговския кредит, със списък

- на застрахованите клиенти.
- б. Кредитната институция осигурява необходимото финансиране;
- в. Плащане: или клиентите на фирмата извършват плащанията за стоките, или услугите директно към кредитната институция, която е предоставила финансирането за фирмата (стъпка с1), или ако те не са в състояние да платят, застрахователната компания плаща обезщетението – договорения процент за тези постъпления от тези клиенти (стъпка с2).

Разходи. Застрахователната премия се калкулира на базата на оборота на застрахованите постъпления; размерът на премията зависи от търговската история на фирмата, оборота, индустрията и застрахованите клиенти. Обикновено, годишната застрахователна премия е на ниво от 0.1 – 0.8% от застрахования оборот.

Заместници. По-малките фирми, които нямат много алтернативи за финансиране и често им се налага да ползват кредити, може да предпочетат комисионерството, или да изискват от клиентите си да предоставят акредитиви, в случаите, когато решението от застраховане не е толкова атрактивно. Въпреки, че комисионерството е заместник на застраховането на кредита, комисионерите обикновено прехвърлят риска на търговския кредит към този, който е отпуснал кредита. Предимството на застраховката пред акредитива е, че тя е по-малка за използване и на нея се гледа по-позитивно от клиентите.

7.2.3. Акредитив

Акредитивът (L/C, наричан още *документарен кредит*, *документарен акредитив*, или *търговски акредитив*) е споразумение, издавано от банките, гарантиращо плащането на вноската на клиента до посочената сума за определен период. Той замества банковия кредит за купувачите и елиминира риска за продавачите. Акредитиви се изискват от продавача и се получават от купувача. В случай, че купувачът не е в състояние да плати, банката издаваща акредитива е длъжна да плати на продавача. Акредитивът се отнася за отделни сделки, особено при международната търговия, и е предмет на фиксиран комплект условия, при ангажирането на две, или повече банки.

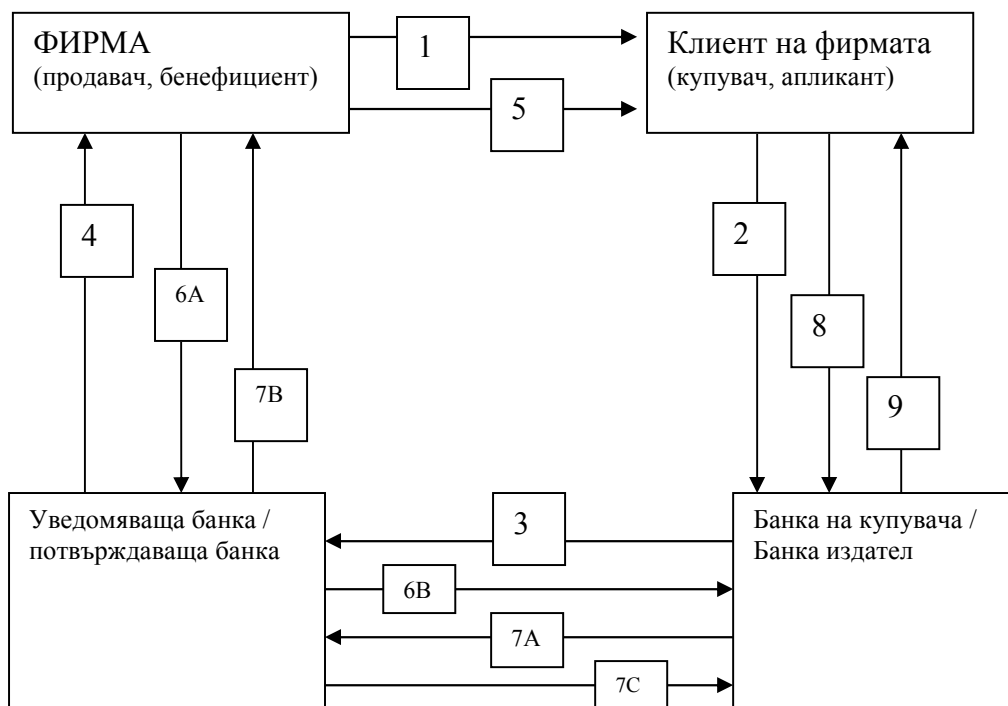
Акредитивът обикновено се използва в следните случаи:

- Търгуващите страни не се познават (особено при международната търговия) и следователно, неохотно предоставят стоките, без да бъдат сигурни дали ще получат плащане, или плащане, без да се получи стоката;
- Като застраховка/гаранция от политически, а в някои случаи и рискове свързани с обменните курсове в страната на купувача (обаче, на пазари, където продавачът се сблъсква с голяма конкуренция, застраховането от политически рискове, или неустойка на партньора може да се осигури чрез други инструменти; а например, като не се изисква купувачите да предоставят гаранции, или акредитиви, застраховане на кредита, може да доведе до повишаване на продажбите).
- Когато има източник на финансиране е важно и за двете търгуващи страни (чрез използване на документарен акредитив, продавачът е сигурен, че ще получи плащането в договореното време, и че ще има източник на финанси; купувачът често се възползва от снижаване на цените при незабавно плащане, както и от кредит – източник на финанси).

- В някои страни, акредитивът е единствения метод, който е позволен за извършване на внос. Това е заради лицензите за внос, които се изискват от централните банки.

Процесът на сделка, изискваща акредитив е изобразен на Фигура 30.

Фигура 30. Процес на търговски акредитив



1. Договор за продажба се подписва между фирмата и нейния клиент.
2. Апликантът се обръща към издаващата банка и моли издаващата банка да открие акредитив в полза на бенефициента.
3. Издаващата банка открива акредитив и го изплаща на уведомяващата банка.
4. Уведомяващата банка уведомява за откриването на акредитива и изплаща оригиналът на акредитива на бенефициента.
5. Когато бенефициентът получи акредитива и ако той отговаря на изискванията, той подготвя стоката и я предава на превозвача за експедиране до клиента.
6. Фирмата след това предоставя документите, наред с транспортния документ съгласно акредитива на уведомяващата банка (6A) за изпращане на издаващата банка (6B).
7. Издаващата банка плаща на уведомяващата банка сумата по акредитива, след потвърждаване от уведомяващата банка, че те са обработили документите в стриктно съответствие с условията по акредитива (7A). Уведомяващата банка кредитира сметката на продавача с нетните постъпления (7B). Едновременно, уведомяващата банка изпраща документите на издаващата банка за освобождаване към апликанта за освобождаване на стоката от превозвача (7C).
8. Апликантът изплаща на издаващата банка сумата, която тя е платила на договарящата банка.

9. Издаващата банка освобождава всички документи, наред с транспортните документи към апликанта.

Уреждане по акредитив

Всички търговски акредитиви трябва ясно да посочват дали са платими на виждане, отложено плащане, приемане, или договаряне. Това се отбелязва като формално изискване по условията на търговските акредитиви.

- При *плащане на виждане*, търговският акредитив е платим, когато бенефициентът представи документите и ако представянето се извърши преди изтичането на търговския акредитив.
- При *отложеното плащане*, търговският акредитив е платим на определена бъдеща дата. Бенефициентът може да представи документите по-рано, но търговският акредитив е платим на определената бъдеща дата.
- *Приемане* е времето, когато се тегли вноската и се приема от банковата институция, което гарантира изплащане на вноската на определена бъдеща дата. Актът на приемане е без ресурс, тъй като това е ангажимент да се плати сумата, вписана в приетата вноска.
- При договаряне, договарящата банка, трета страна, извършва плащането към бенефициента, при представяне на документите от бенефициента на негопиращата банка. Банката плаща на бенефициента, нормално с дискант от посочената сума на стойността по документи, и тогава представя документите, включително на виждане, или вноска, на издаващата банка за получаване на пълното плащане на виждане, или на определена бъдеща дата.

Видове акредитиви

- *Неотменяем*. Неотменяемият акредитив нито може да се променя, нито да се канцелира/анулира, без съгласието на всички страни по акредитива. В общи линии, всички акредитиви се считат за неотменяеми, освен ако не е посочено друго.
- *Непотвърден*. Уведомяващата банка изпраща непотвърдения акредитив директно до продавача, без да добавя своите стъпки за изплащане, или поемане на отговорност за изплащане на бъдеща дата, но потвърждаваща неговата автентичност.
- *Потвърден*. Потвърденият акредитив е такъв, в който уведомяващата банка, по инструкция на издаващата банка е добавила потвърждение, че ще бъде извършено плащане, след представяне на съответните документи. Този ангажимент остава, дори ако издаващата банка, или купувачът не успеят да платят. Добавената гаранция на потвърждението към продавача трябва да се обсъди в контекста на становището на издаващата банка и настоящото политическо и икономическо състояние на страната на купувача. Банката ще вземе такса допълнително за потвърждаването на акредитива. Разходите по потвърждаването варират според ангажираната страна, но за много страни с висок риск, те ще бъдат между 2% - 8%. Може да има страни, издаващи акредитиви, които банките не желаят да потвърдят – те са имали горчив опит на този пазар, или изобщо не желаят да излагат себе си на определения риск.
- *Стендбай/ на изчакване акредитиви*. Стендбай акредитивите се използват в подкрепа, когато е договорен друг, по-малко обезпечен метод на плащане. В някои страни те могат да се използват вместо банкови гаранции. Ако продавачът не успее да получи плащането от своя клиент, той може да предяви иск за плащане по стендбай акредитива.

- *Револвиращ акредитив.* Револвиращият акредитив се използва за редовни експедиции на някои стоки до един и същ клиент. Той може да револвира за времето, или стойността. Ако акредитивът револвира за времето, веднъж използван, той се подновява за следващите редовни експедиции, докато акредитивът се изчерпи напълно. Ако акредитивът револвира във връзка със стойността, веднъж използван и платен, стойността може да се поднови за допълнително теглене. Акредитивът трябва да посочва, че той е револвиращ акредитив и може да револвира автоматично, или е предмет на определени условия. Револвиращите акредитиви се използват за избягване на необходимостта от повтаряне на едни и същи неща при откриването, или промяната на акредитива.
- *Прехвърляем акредитив.* Прехвърляемият акредитив е този, при който продавачът има право да изиска плащане, или договарящата банка да направи или частично, или пълно изплащане на стойността към една, или повече трети страни. Този вид акредитив е полезен за онези, които действат като посредници, особено където има нужда от финансиране на покупки от трета страна доставчици.
- *Последователни акредитиви.* Този последователен акредитив може да се използва като алтернатива на прехвърляемия акредитив. Вместо да се прехвърля оригиналният акредитив на доставчика, след получаване на акредитива от продавача от откриващата банка, акредитивът се използва като гаранция за откриването на втори акредитив в полза на клиента. Много банки с неохота издават последователни акредитиви, заради нивото на риска, на което те са изложени, докато прехвърляемият акредитив не излага банката на по-висок риск, в сравнение с оригиналният акредитив.

Таблица 7. Предимства и недостатъци на акредитива

Предимства	Недостатъци
• Бенефициентът е сигурен за плащането, доколкото то отговаря на условията и сроковете на акредитива. Акредитивът определя кои документи трябва да се представят, както и данните съдържащи се в тези документи. Рискът се прехвърля от апликанта на издаващата банка. • Бенефициентът може да се радва на предимството от смекчаване на риска в страната на банката, изисквайки банка от неговата страна да потвърди акредитива. Тази банка тогава поема риска на страната и търговския риск на издаващата банка и защитава бенефициента. • Бенефициентът минимизира времето за събиране, тъй като акредитивът ускорява плащането на постъпленията	• Акредитивът, като метод на плащане е по-скъп и по-сложен, от другите методи на плащане. • Купувачите не харесват акредитивите, защото те увеличават разходите по сделката и намаляват тяхната способност да заемат от банки, тъй като акредитивите се облагат срещу пълния лимит на кредита, поставен от банката. • Документите на бенефициента трябва да отговарят на сроковете и условията на акредитива за да може издаващата банка да извърши плащането. • Бенефициентът е изложен на търговския риск на издаващата банка, политическия риск на страната на издаващата банка и риска при обмяна на валутата. • Тъй като страните ангажирани в акредитива работят с документи а не със стоки, рискът на бенефициента от не експедиране на стоката все още остава.

7.2.4. Други инструменти за безопасно плащане

Следните инструменти се използват широко в международната търговия, като заместители на акредитивите, застраховката на кредита, или комисионерството. За разлика от тези инструменти, онези, които са дискутирани в този раздел са

предназначени по-скоро за осигуряване на гаранция и смекчаване на рисковете, отколкото за предоставяне на допълнително финансиране, следователно те ще бъдат представени накратко.

Документарни колекции

Документарните колекции са платежно средство, което е по-просто и по-евтино, от документарния акредитив. По споразуменията за документарна колекция, продавачът експедира стоката, и тогава дава документите (включително коносамента, необходим за освобождаване на стоката на чуждото пристанище) на своята банка, която ще ги изпрати на банка в страната на купувача, заедно с инструкциите как да се съберат парите от купувача. Когато чуждата банка получи документите, тя ще се свърже с купувача и ще предостави документите на купувача само след като купувача е платил, приеме да плати, или изпълни другите условия, поставено от купувача. Има два типа колекции от документи:

1. документи срещу плащане (или *документи за плащане*) – документите приложени към тратата, изтеглена от износителя и необходима за получаване на стоката могат да се предоставят на вносителя само след като той/тя са изплатили тратата. Сделката включва трата на виждане (платима при представяне).
2. документи срещу приемане (или *документи на приемане*) – документите приложени към тратата изтеглена от износителя и необходима за получаване на стоката могат да се предоставят на вносителя само след като той/тя са приели тратата за изплащане по-късно. Сделката включва или дата на тратата (става платима – падеж-на фиксирана дата, независимо от датата на която е приета от платеца), или трата по време (която става платима на определено бъдеще време, например, 30 дни след представяне (след виждане)). Приемането на дата на тратата, или време на тратата от купувача, приравнява документите по сделката за колекция на документи с сделката „отворена сметка“, дори при писмено обещание за плащане.

Писмено задължение (escrow)

Писменото задължение (escrow) е споразумение за плащане, когато парите се предоставят на трета страна (наречена escrow агент) на доверително пазене, до изпълнение на условията в договора, при което escrow агентът ще предаде плащането на точния получател. Типично, escrow се използва, когато продавачът и купувачът не се познават един друг.

В контекста на търговията, след като продавачът и купувачът са се договорили за сделката, купувачът слага плащането в escrow, плащайки на escrow агент (може да бъде търговска банка, която предоставя услугата escrow сметка), която и двете страни се съгласяват да използват. Продавачът изпраща стоката и при приемане от купувача, escrow агентът освобождава плащането към продавача. Договорът определя какви документи трябва да представи продавача на escrow агента, за да има достъп до средствата в сметката, след извършване на сделката. Сметката escrow е полезна алтернатива, ако купувачът и продавачът не се познават много добре, но по някаква причина не желаят да използват акредитив.

Сметката escrow е използвана при плащания на обикновени експортни сделки, револвиращи експортни поръчки, обновяване на сгради и договори за проекти и в търговията. Сметката escrow се използва при споразумения свързани с корпоративно придобиване.

Авансово плащане

Когато се използва споразумение за авансово плащане, се изисква пълната, или по-голяма част от плащането, обикновено чрез кредитна карта, или банка, или трансфер, преди да се прехвърли собствеността на стоката. Това е най-сигурният и благоприятен метод за продавачите и следователно, най-малко обезпечения и атрактивен метод за купувачите. Кредитният риск и конкурентната среда трябва да се обсъдят, когато се взема решение за използването на този метод. Настояването за авансово плащане може да доведе до загуба на клиенти, които да отидат при конкуренцията, които ще им предложат по-благоприятни срокове на плащане.

Този метод се използва в следните ситуации:

- Купувачът е нов клиент и / или има по-кратка оперативна история.
- Кредитното доверие на купувача е съмнително, незадоволително, или не потвърдено.
- Политическите и търговски рискове на страната на купувача са много високи.
- Продуктът на продавача е уникален, никъде не съществуващ, или има голямо търсене.

Фигура 31 показва рисковете, свързани с различните методи на плащане, които се поемат от продавачите и купувачите. Атрактивността на тези методи на плащане е обратна на риска.

Фигура 31. Риск на различните инструменти на плащане за продавачите и купувачите.



7.3. Овърдрафт

Финансиране с овърдрафт се предоставя, когато компаниите извършват плащане от техните текущи сметки, превишаващи наличния паричен баланс. Възможността за овърдрафт улеснява фирмата при получаване на краткосрочно финансиране, въпреки че на теория, сумата на заема се изплаща при поискване от банката. Овърдрафтът се

използва за попълване на нишата между паричните изходящи и входящи потоци, която нараства поради сезонността, за покриване на непредвидени разходи, или за възползване от непредвидени възможности.

Сумата на овърдрафта по всяко време ще зависи от паричните потоци на бизнеса, времето на получаване на плащанията, сезонните тенденции при продажбите и така нататък. Това може да се илюстрира, като се използват данните в Пример 12.

Пример 12	Нека приемем, че една фирма, купува суровини през лятото и продава продуктите през зимата. В този пример, фирмата генерира положителен паричен поток през цялата година. Обаче, поради времето на постъпленията от продажбите, в сравнение с плащанията на доставчиците, бизнесът трябва да финансира временен овърдрафт през годината.					
		Баланс в началото	Постъпления от продажби	Плащане кеш	Месечен паричен поток	Баланс в края
	Януари	0	150	130	20	20
	Февруари	20	145	125	20	40
	Март	40	130	145	-15	25
	Април	25	130	135	-5	20
	Май	20	130	145	-15	5
	Юни	5	125	150	-25	-20
	Юли	-20	120	155	-35	-55
	Август	-55	120	135	-15	-70
	Септември	-70	140	130	10	-60
	Октомври	-60	150	125	25	-35
	Ноември	-35	160	120	40	5
	Декември	5	170	110	60	65
	Общо за годината		1670	1605	65	
	В примера, фирмата ще има нужда от максимален овърдрафт от 70 през август. След това, балансът на овърдрафта намалява, тъй като постъпленията от продажбите превишават плащанията в кеш.					

Ако бизнесът открие, че възможността за овърдрафт става дългосрочна особеност на бизнеса, ще бъде ценно да се превърне овърдрафтът в средносрочен заем.

Фактори за обсъждане от бизнеса по финансирането с овърдрафт

Лимит. Заемната сума не трябва да превишава договорения лимит („облекчението”). Сумата на предоставеното облекчение е въпрос на договаряне с банката.

Разходи. Банката може обикновено да обложи овърдрафта с такса (която може да бъде от 0.2 до 1.5% от максималната сума на облекчението). Слага се лихва върху сумата, която е изтеглена в повече – при ставка, която е над банковата базова ставка; лихвеният процент може да се фиксира, или да бъде гъвкав. Някои банки също слагат такса върху ангажимента (0.3 – 1% върху не използваното облекчение).

Обезпечение. В зависимост от размера на овърдрафт облекчението, банката може да изиска от фирмата да предостави някакво обезпечение, например, чрез обезпечение на овърдрафта с веществени фиксирани активи, или персонални гаранции, предоставено от директорите.

Таблица 8. Сравнение на банковия овърдрафт с банковия заем

Предимства на овърдрафта	Предимства на заема
● Гъвкавост и скорост: след предоставяне на облекчението, средствата могат да се използват, когато е нужно. ● Клиентът плаща лихва само, когато се изтегли повече, няма допълнителни такси за по-ранно плащане. ● Овърдрафтът може да се използва ефективно като средносрочен заем, без допълнителни усилия (периодът за който на фирмата се разрешава да има отрицателен баланс по своята сметка, обаче е ограничен). ● Като част от краткосрочен дълг, балансът на овърдрафта обикновено не се включва в калкулациите на финансовото разстройство на бизнеса.	● Разходи – лихвеният процент върху заемите е по-нисък от лихвения процент за овърдрафт облекченията. ● Бизнесът и банката знаят точно какви ще бъдат плащанията по заема и каква лихва ще се плати и кога. Това прави планирането на паричния поток по-предсказуемо. ● Заемът се договаря – бизнесът не трябва да се тревожи за заема, който е прехвърлен, докато той се съобразява с условията на заема.

7.4. Комисионерство

Комисионерството е комплект от услуги, които включват финансиране, администриране на фактурите, осчетоводяване на постъпленията (книга на продажбите) и управление на риска от лоши дългове, чрез възлагане на постъпленията на комисионерска фирма.

Комисионерството е подходящо и за малките и по-големи компании, които:

- имат недостиг на финанси за работен капитал, но не може да взема заеми, защото няма гаранции за това;
- се конкурират на пазара, където плащанията обикновено са отложени и срокът за плащане е важен фактор;
- имат някаква несигурност относно надеждността на купувача и възможностите за плащане.

Комисионерството позволява на фирмите да набират финанси на базата на стойността на техните висящи фактури. Комисионерството също така дава възможност за възлагане на събирането на дълговете и използването на по-усъвършенствани системи за кредитен рейтинг. След подписване на споразумение с *комисионера* (обикновено с банката, банков клон, или специализирана в комисионерството компания), процесът е следния (виж Фигура 32):

- Когато фирмата извърши продажба, тя изготвя фактура за клиента и изпраща копие от нея на комисионера. Комисионерът плаща на фирмата предварително договорената пропорция от стойността по фактурата, в срока, който е предварително договорен, който е много по-кратък от стандартния период за плащане.

- Комисионерът изготвя отчети от името на фирмата и събира плащанията – това включва свързване със закъснелите платци по телефона и настояване за уреждане на висящите фактури. Фирмата обаче, ще остане отговорна за плащане на комисионера за лошите дългове, освен ако има договорка за „без-ресурсно” облекчение. Без-ресурсно означава, че ако длъжникът не плати, комисионерската компания или ще понесе загубата, или ще обезпечи себе си срещу загуба.
- Фирмата получава баланса на фактурата (без възнагражденията) след като комисионерът получи плащането.

С други думи, комисионерите просто купуват фактурите на фирмата, при дискант и събират възнаграждение.

Фигура 32. Комисионен поток



Фактори за обсъждане от бизнеса относно комисионерството

Критерии за компаниите, които могат да използват комисионерски услуги.

- Комисионерът одитира книгите на потенциалните клиенти искайки да установи, че книгата на продажбите отговаря на критериите.
- Комисионерство може да се използва от всички малки и големи компании, въпреки, че в някои страни, комисионерите поставят изисквания за минимален оборот.
- Комисионерите предоставят само финанси за бизнеса, който търгува по кредитни срокове. Типично, нито един длъжник няма да отчете повече от 25-40 % от бизнеса.
- Бизнес като строителството и рекламните агенции, на които се плаща на етапи, и чиито сметки често се оспорват, може да не бъдат в състояние да използват комисионери. Комисионерството също не е на разположение

преди да се предоставят стоките, или услугите (тоест, комисионерът не предоставя финансиране за проформа фактури).

- При без-ресурсното комисионерство (където комисионерът предпазва клиента от лоши дългове) комисионерът обикновено поставя лимити на кредита за всеки клиент.

Разходи. Комисионерството е доста скъп инструмент с налози на базата на броя и обемите на фактурите, риска и така нататък. Разходи са следните:

- Комисионерски договор и лимит на възнаграждението – до 1-2% от лимита на комисионерството.
- Финансовите налози трябва да бъдат сравними с овърдрафта. Типичните налози върху финансираната сума са в обхват от 1.5 до 3% над базовата ставка, с лихва изчислявана на дневна база. Финансовите налози са въз основа на сумата на авансовото плащане.
- Администриране на фактурите: 0.3 – 1% от фактурираните суми, плюс фиксираното възнаграждение на една фактура, което прави комисионерството неатрактивно за компаниите, които имат голяма количество фактури за малки суми.
- Налозите за защита на кредита (за без-ресурсно комисионерство) зависят до голяма степен от риска, който комисионерът поема с вашия бизнес. Типичните налози са в обхват 0.5% до 2% от годишния оборот.

От друга страна, всички тези разходи представляват защита за данъците.

Връзка с клиента. Фирмите, които ценят високо връзките си с клиентите биха предпочели други средства на финансиране (например, застраховка на кредита), отколкото да продават постъпленията на комисионер. Това е особено вярно за индустриите, където има непрекъснато купуване на стоки и услуги от продавачи.

Таблица 9. Предимства и недостатъци на комисионерството

Предимства	Недостатъци
• Няма нужда от допълнителна гаранция, за да се получи финансиране; увеличава се ликвидността на компанията. • Възможност за максимизиране на паричния поток на фирмата, тъй като комисионерството позволява да се наберат до 80%, или повече от неуредените фактури. Овърдрафт, обезпечен срещу фактурите може да набере само до 50%. • Планирането на паричните потоци е по-просто. • Използването на комисионер може да съкрати времето и парите, които фирмата изразходва по събирането на дълговете, тъй като комисионерът може да води книгата с продажбите от името на фирмата. • Фирмата може да използва системата за контрол на кредита на комисионера за	• Ако комисионерът поеме поддържането на книгата за продажбите, клиентите може да предпочетат да работят с фирмата, с която търгуват, отколкото с комисионер. • Комисионерството може да наложи ограничения върху начина на водене на бизнеса. При без-ресурсното комисионерство, повечето комисионери ще искат да одобряват предварително клиентите, които биха забавили плащанията. Комисионерът ще прилага граници на кредита към отделни клиенти (въпреки, че те няма да бъдат по-ниски от тези, които разумният контрол би предложил). • Клиентът може да иска само финансово споразумение, и въпреки това да има чувството, че това е плащане за услуги за събиране, от което те наистина не се нуждаят.

подпомагане оценката на кредитното доверие на новите и съществуващи клиенти. • Комисионерството може да бъде ефикасен начин за минимизиране на разходите и риска при бизнес извън страната. • Комисионерството дава възможност да се предложат по-атрактивни срокове на плащане на клиентите.	• Прекратяването на споразумението за комисионерство може да е трудно, където единственият начин е да се изкупи отново книгата за продажбите, или да се изключат комисионерите, а това може да доведе до внезапен недостиг на работен капитал за фирмата. • Разходите на инструмента – той е по-скъп, от повечето краткосрочни, или средносрочни заеми.
---	--

Таблица 10. Сравнение на комисионерството, застраховката на кредита и документарния акредитив

Критерии	Застраховка на кредита	Акредитив	Комисионерство
Застраховка на риска	Срещу неустойка на купувачите (включително не плащане навреме) и неплатежоспособността	Срещу неплатежоспособността на купувача	Срещу неустойка на купувачите (включително не плащане навреме) и неплатежоспособността
Услуги	Оценка на риска, събиране на дълговете	Оценка на риска	Събиране на дълговете
Достъп до финанси	По-лесен достъп до финансите за продавача, при условие че е ангажирана кредитна институция	По-лесен достъп до финансите и за продавача и за купувача	По-лесен достъп до финансите за продавача
Връзки с бизнес клиенти	Купувачът не е включен в застраховането	Купувачът е част от сделката	Риск да се навреди на връзките, ако приходите се събират от комисионерска фирма.

7.5. Инструменти за управление на паричния излишък

Когато една фирма има излишък на пари, необходимо е да се определи дали тези пари представляват постоянен излишък, или са временно явление. Ако е постоянен излишък, тогава въпросът е относно използването на парите за някакви дългосрочни цели. Това може да включва допълнително инвестиране, ако се намерят проекти с позитивна нетна текуща стойност, или за изплащане на някакво дългосрочно финансиране.

Когато паричният излишък е временен (например, поради сезонност на бизнес дейността), парите трябва да се използват по най-ефикасния начин. Съществуват следните краткосрочни възможности:

- *Депозити носещи лихви.* В общи линии, по-висока възвращаемост се генерира от депозити, при които има предварително уведомление за теглене, или дългосрочните депозити. Следователно, фирмата ще трябва да прецени

след колко време ще има нужда от средствата и колко от тях ще са нужни неочаквано. Фирмите, които изпитват по-големи флуктуации/колебания на паричните средства, също имат възможност да направят депозити за една нощ (което означава, че парите от сметката на фирмата се депозират, след работното време и се връщат в сметката на сутринта); има минимален праг за сумата, която да се остави на депозит за една нощ.

- *Инвестиции, които се търгуват на пазара.* Те могат да бъдат ценни книжа, обменна валута и други активи, които могат лесно да се продадат. Има обаче, най-малко две предупреждения. Първо, риск – цената за екуитета е променлива, държавните облигации са свързани с риска на лихвения процент, курсовете за обмяна на валута също са непредсказуеми; ще бъде възможно да се използват производни, или други инструменти за хеджиране, обаче на някаква цена. Второ, разходите – вероятно ще бъдат включени такси при покупката и продажбата на ценните книжа, които ще се търгуват, поради това такава инвестиция ще бъде неподходяща, когато се включат малки суми и / или краткосрочни инвестиции. Нещо повече, таксите могат да бъдат друга позиция на разход – действията от промяна на стойността на ценните книжа, които се търгуват може да бъдат обложени с данъци.

Резюме

- Работен капитал = инвентар + длъжници + парични средства – кредитори. На практика, инвестирането в работен капитал не може да се избегне. Управлението на работния капитал е да се търси баланс между рисковете и разходите да имаш твърде много срещу твърде малко от всеки елемент.
- В общи линии, стратегията на работния капитал зависи от стратегиите на краткосрочните активи и краткосрочните задължения. Съществуват три основни стратегически опции за управление на работния капитал: агресивна, консервативна и умерена.
- Паричният цикъл е продължителността от време (в дни) от купуването на суровини до получаването на парите от длъжниците, без периода за плащане на кредиторите. Цел на управлението на работния капитал е да се ограничи продължителността на паричния цикъл, като се вземат предвид рисковете, които може да се появят.
- Търговският кредит е всъщност, безлихвен заем. Има възможни разходи при възползването от кредита, който може да включва по-висока цена за покупка на кредита, рестрикции наложени от продавачите, някои административни разходи. Едно от основните правила при управлението на работния капитал е да се съпостави търговският кредит на политиката за търговските дългове.
- Акредитивът, застраховката на кредита и комисионерството са инструментите, които се използват когато сделките за продажба включват срокове за забавяне на плащането. Акредитивът е най-сложният и най-скъп инструмент, но предоставя най-високото ниво на сигурност за продавача.
- Авансовото плащане, escrow и документарната колекция са методи на плащане, използвани в търговията (особено международната търговия); тези инструменти осигуряват различни нива на сигурност за търгуващите страни, обаче, не служат като източник на финанси.
- Овърдрафтът е краткосрочен източник на финансиране, на разположение на фирмите с циклична дейност, или в случай на непредвидени обстоятелства. Той е лесно за използване облекчение, обаче, доста скъпо.

- Ефикасното управление на паричните средства не е само за набиране на нужните пари, но също и за използване на излишъка. Фирмите имат два основни инструмента за генериране на възвращаемост върху паричните излишъци: депозити и активи, които се търгуват на пазара.

Ключови термини

- Документарна колекция
- Escrow
- Комисионерство
- Акредитив
- Оперативен цикъл
- Овърдрафт
- Търговски кредит
- Застраховка на търговски кредит
- Работен капитал

Допълнителна литература

1. Damodaran, A. (2005). Приложни корпоративни финанси: Наръчник на потребителя. Ню Йорк: Wiley
2. McLaney, E. (2006). Бизнес финанси: Теория и практика, 7мо издание. Harlow: Pearson education
3. Vernimmen, P. (2005). Корпоративни финанси: теория и практика. Chichester (UK): Wiley

Преглед на въпросите и проблемите

1. Защо работният капитал е особено важна област за финансовите мениджъри?
2. Какви се предимствата и недостатъците от използването на банков овърдрафт, като средство за финансиране?
3. Продажбите на фирма „Гудис” лтд. Са на ниво от 5 М€ годишно. Клиентите плащат средно за 64 дни. Фирмата няма съществено ниво на разходи за лоши дългове, защото тя изразходва 50 000 € годишно за процедури по събиране на дългове. Мениджърът на „Гудис” лтд. обсъжда предложение за въвеждане на паричен дискаунт от 2% от дължимата сума, ако клиентът плати в рамките на 30 дни от продажбата. Анализаторите на фирмата изчисляват, че 60% от клиентите ще платят на 30я ден и ще се възползват от дискаунта. Останалите клиенти ще платят средно за 75 дни. Разходите по процедурите за събиране на дълговете ще спаднат с 20 000 € на година. Разходите по финансиране на длъжниците са 12%.
Какво ще се случи с нуждите от инвестиране в работен капитал ако предложението се реализира? От гледна точка на ефекта върху печалбата на фирмата, ще бъде ли въведена политиката?
4. „Гудис” лтд. Произвежда високо технологично оборудване, което се продава на специализирани компании, които имат свои лаборатории за физически проучвания на всякъде по света. Новият потенциален клиент – „Митроникс”, от Средния изток се обръща към фирмата с искане за три комплекта от оборудването, което да се да се достави за три години. Стойността на цялата сделка ще бъде 4.5 М€. „Гудис” лтд. Може да изпълни поръчката, но ще има нужда от допълнителен работен капитал. Кой от инструментите ще препоръчате да се използва от „Гудис” лтд., при сделката с „Митроникс” – застраховане на търговския кредит, акредитив, комисионерство, документарна колекция, или escrow? Моля, дайте аргументите си.
5. Посочено беше, че застраховането на кредита е по-доброто решение, отколкото акредитива когато конкуренцията е силна. Обяснете защо?

6. Кое е правилното решение за инвестиране на краткосрочен паричен излишък:
- а) escrow;
 - б) авансово плащане;
 - в) ценни книжа, които се търгуват на борсата;
 - г) застраховане на кредита