



Игорь Беликов
директор Российского института директоров



Владимир Вербицкий
первый заместитель директора Российского
института директоров

СТРАТЕГИЯ, СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ДЛЯ СРЕДНИХ КОМПАНИЙ

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ В СТРАНЕ ПРИОБРЕТАЕТ ЧЕРТЫ ЕСЛИ НЕ ДОЛГОСРОЧНОЙ, ТО, ПО КРАЙНЕЙ МЕРЕ, СРЕДНСРОЧНОЙ ТЕНДЕНЦИИ, ОХВАТЫВАЕТ ВСЕ БОЛЬШЕЕ ЧИСЛО ОТРАСЛЕЙ И СПУСКАЕТСЯ С ВЕРШИН КОРПОРАТИВНОГО ОЛИМПА НА УРОВЕНЬ МЕНЕЕ КРУПНЫХ КОМПАНИЙ. РАСШИРЯЕТСЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И ПОДДЕРЖИВАЮЩИХ ЕГО ИНСТИТУТОВ ФИНАНСОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ, ВКЛЮЧАЮЩИХ В СФЕРУ СВОЕГО ВНИМАНИЯ ПЕРСПЕКТИВНЫЕ СРЕДНИЕ КОМПАНИИ. В ЭТИХ УСЛОВИЯХ ДЛЯ ТАКИХ КОМПАНИЙ ВОПРОСЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТРАТЕГИИ ИХ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ И СТОИМОСТИ ИХ БИЗНЕСА СТАНОВЯТСЯ ОСОБЕННО АКТУАЛЬНЫМИ.

Ключевая стратегическая альтернатива для средних российских компаний заключается в выборе их нынешних собственников (чаще всего они являются и их основателями) между ориентацией на продажу компаний в течение ближайших 1–2 лет и ориентацией на самостоятельное развитие, по крайней мере, в среднесрочной перспективе (3–5 лет). Собственники

должны ответить на вопрос: каковы шансы на успешное самостоятельное развитие их компаний с учетом существующих рисков и возможностей в настоящее время и среднесрочной перспективе?

Ответ на этот вопрос — стратегический выбор в пользу продажи компании или самостоятельного развития и сохранения контроля над ней за нынешними

ее основателями — оказывает значительное влияние на формирование стоимости компании, ключевые компоненты процесса развития, задачи, стоящие перед собственником и управленческой командой (табл. 1).

Число покупателей средних компаний на российском рынке за последние годы заметно возросло, стал более разнооб-

разным их состав (стратегические отраслевые инвесторы, крупные российские и зарубежные финансовые инвесторы, фонды прямых инвестиций, в отдельных случаях — портфельные инвесторы). Расширяется и число отраслей, к которым такие покупатели проявляют интерес.

Одной из очень важных составляющих процесса реализации той или иной стратегической альтернативы является создание в компании адекватной системы корпоративного управления¹. Очевидно, что объем и содержание работы по выстраиванию системы корпоративного управления будут неодинаковы для компаний, собственники которых выбрали продажу в краткосрочной перспективе, и для компаний, ориентированных на самостоятельное развитие.

Выбор в пользу продажи компании, казалось бы, априори означает минимальный объем работ, который необходимо осуществить в компании с точки зрения выстраивания в ней системы корпоративного управления. Ведь компания все равно перейдет другому собственнику, который будет делать в этой сфере то, что сочтет нужным, исходя из своих интересов. Однако, как показывает небольшая практика, которая уже сформировалась в России, и в этом случае ситуация не является однозначной.

Различные категории покупателей вкладывают неодинаковое содержание в понятие стоимости приобретаемой средней компании. В частности, для потенциального покупателя, представляющего собой крупную отраслевую компанию, заинтересованного в полном приобретении среднего российского предприятия, первостепенное значение имеют производственный потенциал, финансово-экономические показатели приобретаемой компании (объем продаж и темпы их роста, доля рынка), юридическая чистота ее прав собственности на свои активы, система дистрибуции, культура и процедуры внутреннего контроля, готовность менеджеров работать на основе регулярной оценки ключевых показателей их деятельности и связанной с этой оценкой системой мотивации. Следовательно, в случае ориентации на такого покупателя собственнику средней компании с точки зрения корпоративного управления необходимо прежде всего подготовить убедительную финансово-экономическую отчетность (совсем необязательно, чтобы она была составлена в соответствии с МСФО), показать привлекательность производственных активов, правовую чистоту

принятых ранее важнейших управленческих решений (учреждение компании, первичные и последующие выпуски долей/акций, регистрация проспектов эмиссий, если таковые были, изменения в составе участников/акционеров, изменения в составе высшего исполнительного руководства и пр.), правовую обоснованность владения компанией своими основными активами, товарными знаками, патентами. Положительно будут восприняты покупателем, в частности, наличие отлаженных процедур работы испол-

Как показывает практика, в том числе и российская, ориентация на одномоментную продажу всей компании или контрольного пакета ее акций одному стратегическому или финансовому инвестору не всегда позволяет прежним владельцам получить наилучшую цену. Может оказаться, что продажа путем растянутого во времени процесса, включающего «порционную» продажу акций (в том числе и увеличение их числа путем дополнительной эмиссии) различным категориям инвесторов, позволит прежним собственни-

ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТРАТЕГИИ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ КОМПАНИИ

Сравниваемый признак	Ориентация на продажу	Ориентация на самостоятельное развитие
Основные показатели стоимости	Для покупателей — финансовых инвесторов — высокие значения EBITDA (а также позитивная динамика за предшествующие 2–3 года) и основных мультипликаторов: P/EBITDA, EV/EBITDA, P/E, P/NA, P/A, перспективы значительного роста этих показателей в ближайшие годы. Для покупателей — стратегических отраслевых инвесторов — доля рынка	Основные количественные показатели: объем продаж, чистая прибыль, маржа, доля рынка. Качественные показатели — в зависимости от стратегии
Стратегия	Понятная и прозрачная для потенциальных покупателей (избегаются рискованные и неочевидные решения). Правильный выбор момента для продажи, нахождение нескольких потенциальных покупателей и создание между ними конкуренции, правильная «упаковка» компании под ту или иную категорию покупателя — российский или зарубежный, финансовый или стратегический инвестор. Возможно, предварительная продажа небольшого пакета акций «статусному» финансовому инвестору	Закрепление в текущей нише, поиск и освоение новых в соответствии с бизнес-логикой, определение и закрепление своих конкурентных преимуществ, принятие разумных рисков
Управленческая команда	Понятные для потенциальных покупателей менеджеры высшего звена. Возможно, приглашение в состав исполнительного органа и/или совета директоров «знаковых» фигур, авторитетных среди целевой категории покупателей	Команда единомышленников, нацеленная на развитие, скорее всего, с привлечением ключевых фигур, выросших внутри. Привлечение в качестве членов совета директоров, независимых консультантов руководства лиц, способных внести существенный вклад в развитие компании благодаря своему опыту и знаниям и готовых к интенсивной работе

нительного органа и совета директоров, наличие системы мотивации менеджмента, ориентированного на результат, а также системы внутреннего контроля.

В случае если продаваемая компания принадлежит не одному, а нескольким собственникам, важным этапом, предшествующим переговорам о ее продаже, является достижение между собственниками согласия, желательно закрепленного тем или иным документом, о продаже компании в согласованных ценовых параметрах, схеме получения средств и др.

нам сформировать цену, в несколько раз превышающую ту, которую они получили бы от прямой разовой продажи всех акций или контрольного пакета одному инвестору.

Показательной в этом отношении является стратегия основного акционера компании ОАО «Калина» (Екатеринбург). Получив в результате ваучерной приватизации в середине 1990-х гг. почти 80% акций компании, ее основной владелец выстроил и реализовал стратегию поэтапной продажи большей части принад-

¹ По нашему мнению, полезным инструментом в определении того, что именно необходимо сделать компании в практике своего корпоративного управления на основе выбранной стратегии, является аудит корпоративного управления. Более подробно об этом см.: *Беликов И., Вербицкий В.* Аудит корпоративного управления компании // Управление компанией. 2006. № 3.

лежавшего ему пакета акций портфельным инвесторам, включая фонды ЕБРР (к началу 2006 г. у него, по некоторым сведениям, осталось менее 30% акций). При этом на каждом этапе продажи стоимость компании повышалась благодаря правильному сочетанию шагов по повышению ее привлекательности с точки зрения как финансово-производственных показателей, так и практики корпоративного управления. В результате к 2007 г. стоимость компании по сравнению с серединой 1990-х гг. выросла более чем в 15 раз.

пользованием инструментов корпоративного управления. Хотя в целом практика корпоративного управления в западных компаниях находится на достаточно высоком уровне, это не означает, что российским акционерам стоит полностью полагаться на милость своего зарубежного старшего партнера. Основателям компаний можно порекомендовать в процессе переговоров о продаже контрольного пакета новым контрольным собственникам — иностранным или российским — достичь соглашения о таком распределе-

нием. Это позволит избежать или смягчить серьезные конфликты, которые могут возникнуть не только между новыми и старыми акционерами, но и между прежними акционерами, избежать ситуации, когда часть старых акционеров, объединившись с новыми, ущемляют интересы другой части старых акционеров, заранее выработать пути разрешения возможных конфликтов (например, принципы определения цены выкупа акций у части старых акционеров, не согласных со сложившейся ситуацией). Наиболее оправданным путем, как показывает опыт, является не только закрепление согласованных принципов корпоративного управления во внутренних документах российского юридического лица но, по возможности, дополнение этих документов соглашением акционеров в эффективной зарубежной юрисдикции. Это дает возможность разработки и использования различных схем, позволяющих получить более высокую оценку этого пакета акций.

Перед компаниями, которые сделали стратегический выбор в пользу сохранения своего контроля над компаниями и их самостоятельного развития, обеспечение их высокой стоимости будет зависеть прежде всего от того, удастся ли им отыскать свои ниши, вписывающиеся в них перспективные бизнес-идеи, найти и закрепить свои конкурентные преимущества, обеспечить привлечение инвестиций в необходимых объемах, выработать и внедрить эффективную систему мотивации ключевого персонала на достижение целей в рамках такого выбора. Разумеется, финансовые показатели будут отражать эту стоимость. Однако в данном случае важнейшими показателями стоимости компании являются не столько масштабность и быстрый рост ключевых финансовых показателей, сколько их качественная сторона (например, абсолютное значение маржи по *EBITDA*), их устойчивость и наличие факторов, которые обеспечивают устойчивость этих высоких абсолютных значений показателей качества бизнеса.

Привлечение инвестиций для компаний, сделавших выбор в пользу самостоятельного развития, является ключевой проблемой. Поэтому им необходимо изучить особенности поведения различных категорий инвесторов — банков, фондов прямых инвестиций, крупных частных инвесторов, портфельных инвесторов, специфику их интересов и способы учета этих интересов в рамках построения моделей корпоративного управления компаний, соответствующих различным сочетаниям стратегий и типов инвесторов².

Привлечение инвестиций для компаний, сделавших выбор в пользу самостоятельного развития, является ключевой проблемой. Поэтому им необходимо изучить особенности поведения различных категорий инвесторов.

В ноябре 2006 г. российские собственники компании ЗАО «ЗиО-Здоровье» (Подольск) продали 51% акций своей компании исландской компании *Actavis Group*, являющейся одним из крупнейших европейских производителей лекарств. Условием продажи акций западному инвестору стали конкретные требования в отношении инвестиций в компанию и ее дальнейшее развитие. При этом все прежние акционеры ЗиО остались в числе собственников компании, продав свои акции *Actavis* пропорционально имевшимся у них долям.

Весной 2005 г. основатель компании «Идеальная чашка» (сеть кофеен, Санкт-Петербург) продал 85% акций компании инвестиционному фонду *Trigon Direct Investments*, сохранив за собой 15% акций, должность генерального директора компании и место в совете директоров.

Можно привести и другие примеры того, как при продаже контрольного пакета акций стратегическому инвестору российские основатели компаний сохраняют за собой тот или иной пакет акций, рассчитывая на дальнейший существенный рост стоимости компании и остающихся у них акций. Более того, часто они остаются в составе исполнительного руководства и/или в советах директоров этих компаний. Очевидно, что правильным способом обеспечения своих интересов для них было бы обеспечение возможности существенного влияния на процессы управления или принятия важнейших решений с ис-

полномочий между органами управления и контроля компании (исполнительный орган, совет директоров, служба внутреннего аудита) и внедрении таких процедур (раскрытие информации, формат отчета высших менеджеров, принятие важнейших решений советом директоров), которые бы обеспечили их интересы, особенно по таким вопросам, как механизм определения цены остающихся у основателей компании акций, если у них возникнет желание или необходимость их продать, выплата компанией дивидендов.

Если крупная отраслевая компания покупает среднюю российскую компанию для интеграции приобретаемого актива в качестве производственной единицы в ее бизнес-цепочку, то, возможно, она не будет заинтересована в росте стоимости купленной компании как отдельной единицы. Но у бывших российских собственников может остаться часть акций, которые они планируют продать этому же покупателю. В этой ситуации остающиеся российские акционеры должны позаботиться о том, чтобы их пакет акций был бы выкуплен по высокой цене.

В случае если после продажи контрольного пакета акций компании миноритарный пакет остается не у одного ее основателя, а у группы лиц, прежде совместно владевших компанией, закрепление во внутренних документах принципов отношений между новыми и прежними акционерами является особенно важ-

² Более подробно об этом см.: Беликов И., Вербицкий В. Привлечение инвестиций и корпоративное управление средних компаний // Управление компанией. 2007. № 4—5.

Следует сказать, что важным и до сих пор очень недооцененным инструментом для обеспечения успешного самостоятельного развития средних компаний с точки зрения не только учета интересов различных категорий привлекаемых ими инвесторов, акционеров, но и роста их стоимости является совет директоров³.

Что для этого необходимо сделать? Прежде всего необходимо привлечь в него людей, обладающих успешным бизнес-опытом, знаниями в тех или иных сферах бизнеса и нестандартным мышлением.

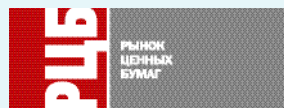
Процедуры работы совета директоров средней компании, реализующей стратегию, нацеленную на обеспечение успешного самостоятельного развития, носят более гибкий характер и могут нарушать те канонические представления о разделении управления и контроля (исполнительный орган – совет директоров), которые даются зарубежной «передовой практикой» корпоративного управления. Принятие всех основных решений может оставаться за основным (единственным) собственником, а не передаваться совету директоров как коллективному органу, значительную часть или большинство членов которого составляют «независимые члены», что является нормативной моделью для компаний с распыленной структурой собственности и с публично торгуемыми на бирже акциями. В случае если такая компания принадлежит не одному, а небольшой группе собственников, имеющих более или менее равные доли, именно они будут де-факто принимать основные решения.

Включение в совет директоров средней компании внешних членов (не являющихся ее сотрудниками и акционерами) не связано с представлением интересов внешних акционеров и поэтому не имеет никакого отношения к формальным критериям «независимости», а определяется исключительно их функциональной способностью внести вклад в успешное развитие бизнеса путем привнесения нового опыта и знаний, оригинального, объективного, «стороннего» взгляда на проблемы компании.

Направленность совета директоров на решение практических задач и сведение к минимуму ритуально-процедурных составляющих требуют внедрения в работу совета технологий, повышающих эффективность и креативность этой работы. Технологии эффективного обсуждения проблем позволяют использовать таких внешних членов совета с максимальной пользой и разумными временными затратами для поиска новых бизнес-идей, новых ниш, выработки конкурентных преимуществ, эффективной системы мотивации ключевого персонала, привлечения нужной категории инвесторов. Эти же технологии могут быть использованы и в работе исполнительного органа, а также для организации обсуждения проблем на совместных заседаниях исполнительного органа и совета директоров, тем более что в средних компаниях эти органы тесно взаимодействуют. Очевидно, что сотрудники аппарата, обеспечивающие деятельность совета и исполнительного органа (в средних компаниях это обычно одни и те же люди), должны овладеть этими технологиями и оказывать помощь членам совета и менеджерам по их использованию.

Так, на наш взгляд, в самом сжатом виде для средних компаний выглядят взаимосвязь между стратегией развития, моделями корпоративного управления и стоимостью бизнесов, а также ключевые проблемы, которые им необходимо решить. ■

³ Очевидно, что формы и степень вовлеченности различных категорий инвесторов, акционеров в практику корпоративного управления компаний будут неодинаковыми.



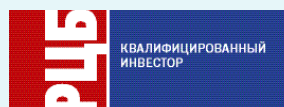
профессиональный журнал

- **Региональные инвестиционные конференции**
- **Ежегодный Федеральный Инвестиционный Форум**



профессиональный журнал

- Отраслевые круглые столы**
- Ежегодная конференция «Компания Эмитент»**



профессиональный журнал

- **Региональные конференции по коллективным инвестициям**
- **Ежегодный форум по управлению активами**



профессиональный журнал

- **Круглые столы и конференции по организованной торговле биржевыми товарами**

+7 (495) 785-81-00

+7 (495) 785-81-05

WWW.RCB.RU