

## 26

# Прямой инвестор и совершенствование управления компанией

**Иван Родионов**

управляющий директор  
московского представительства  
AIG — Brunswick Capital  
Management, Ltd.



Иван Родионов — доктор экономических наук, профессор кафедры экономики и финансов фирмы ГУ ВШЭ. С 1990 г. работает в области прямых инвестиций и проектного финансирования. Занимал должности руководителя департамента РБРР, ОНЭКСИМбанка, Альфа-Банка; с 1997 г. — исполнительный директор компании «AIG — Brunswick Capital Management».

Совершенствование корпоративного управления — один из важнейших драйверов стоимости компании, поэтому оно является приоритетной задачей фондов прямых инвестиций, работающих на развивающихся рынках.

## Прямые инвестиции

Что такое прямые инвестиции? Существуют *прямые и портфельные финансовые инвесторы*. Портфельные покупают на рынке друг у друга акции определенных компаний, которые исходя из общих соображений должны вырасти в цене. Прямые инвесторы на рынке акции не покупают, а вкладывают деньги в сами компании. При прямом инвестировании инвестор стремится найти организации с перспективами роста (не менее чем на 200—300% в течение двух-трех лет) и с грамотно составленным, реалистичным бизнес-планом, который этот рост реализует. Кроме того, в компании должен быть «вменяемый» менеджмент, способный, по мнению прямого инвестора, этот рост обеспечить. Таким образом, основное отличие прямого инвестора от портфельного в том, что первый не покупает акции существующих акционеров и вкладывает деньги исходя

не из общих соображений, а как бы оплачивая дальнейший рост компании.

Прямой инвестор рассчитывает на то, что через два-три года он продаст на публичном рынке купленную долю в более крупной компании, стоимость которой также увеличилась, либо (если фирма небольшая и на IPO рассчитывать не стоит) на то, что его долю приобретет стратегический инвестор — но опять-таки вдвое-втрое дороже.

Отличие выхода из компании через IPO от продажи компании стратегическому инвестору заключается в том, что последний ведет бизнес в той же сфере и обязательно покупает контроль над компанией, чтобы консолидировать ее и, соответственно, расширить свой бизнес. На практике встречаются случаи, когда стратегический инвестор покупает не контрольный пакет, однако это, как правило, всего лишь промежуточный этап процедуры покупки контроля. В слу-

чае же IPO на рынок выводится не более 25—35% акций, и собственники могут сохранить контроль.

Кроме двух вышеупомянутых способов выхода инвестора из инвестиции (выхода на публичный рынок через IPO и продажи компании стратегическому инвестору) существует и третий — так называемый *Management-Buy-Out (MBO)*, выкуп акций менеджерами компании. Этот способ обычно применяется в относительно крупных фирмах, когда первоначальному собственнику (учитывая, что цикл развития компании составляет семь-десять лет) надоедает заниматься определенным видом бизнеса. Менеджеры могут выступить с предложением выкупить контроль над фирмой и одновременно получить от прямого инвестора деньги для дальнейшего роста. Однако данный способ в России — пока, скорее, экзотика: известны лишь единичные примеры подобных сделок.

*AIG — Brunswick Capital Management* — управляющая компания фонда прямых инвестиций  
*AIG — Brunswick Millenium Fund* размером около 300 млн долл., работающего в России с 1996 г.

Цели прямого инвестора в тот период, когда он находится в составе акционеров компании, полностью совпадают с целями и интересами других собственников и менеджеров (если речь идет о будущем МВО): их задача состоит в повышении стоимости компании с тем, чтобы в дальнейшем эту возросшую стоимость можно было капитализировать и присвоить. Без четкого осознания общности интересов с другими собственниками, без их реальной заинтересованности в росте стоимости и ее капитализации прямой инвестор просто не будет вкладывать средства.

Чрезвычайно важно то, какой пакет покупает прямой инвестор. Обычно это не контрольный пакет акций и даже не приближающийся по размеру к контрольному. Если компания средняя (с объемом продаж 30—50 млн долл. в год), то, как правило, приобретается 25—35% акций. Лишь один из четырех крупных фондов прямых инвестиций, работающих в России, — «*Barring Vostok*», заявляет, что необходимо взять контроль над фирмой, в которую он инвестирует, и это является условием сделки. Весьма странное условие, если учесть, что при оценке компании не менее 20—30% стоимости приходится на существующую команду менеджеров. Если устанавливается контроль над фирмой, то одновременно берется и ответственность за ее управление, а следовательно, в значительной степени обесценивается и команда менеджеров, за которую заплачено от четверти до трети цены. Компания *AIG — Brunswick Capital Management Ltd.*, например, готова взять контроль над фирмой в исключительных случаях, если она небольшая и перспективная, а средств ей необходимо много. При этом выстраивается такая форма взаимодействия с бывшими собственниками, которая позволяет им бесплатно получить акции от инвестора, если компания достигает определенных результатов. Ведь сама по себе доля в компании не важна: важно то, сколько инвестор зарабатывает на вложенные средства.

В качестве прямого инвестора, как правило, выступает фонд прямых инвестиций. Это некое виртуальное образование, у которого есть управляющая компания, с одной стороны, и с другой — инвестиционный комитет, принимающий решения. Принятие инвестиционных решений и их подготовка, а также оперативная работа в таких фондах четко раз-

ведены: одни специалисты имеют право принимать решения по инвестициям в составе инвестиционного комитета, другие же — готовить их обоснование и осуществлять мониторинг работы компании, в которую сделаны инвестиции в составе управляющей компании. Инвестиционный комитет только принимает решения, но не имеет права предлагать конкретную компанию, которой фонд мог бы предоставить средства.

Активная работа по увеличению стоимости компании — одна из основных задач любого прямого инвестора на этапе его нахождения в компании. Любые корпоративные действия, которые осуществляются в компании, должны вести и ее собственников, и инвесторов к одному результату — росту стоимости; никаких других результатов не предполагается. Цель состоит в том, чтобы повысить стоимость компании, а затем капитализировать ее: продать компанию либо на публичном рынке через IPO, либо стратегическому инвестору, либо менеджерам в рамках МВО. Это стандартная задача, по уровню выполнению которой оценивают как фонд прямых инвестиций, так и работу управляющей компании и инвестиционного комитета, а также тех специалистов, которые входят в их состав.

### Прямые инвесторы на развивающихся рынках

Для прямого инвестора на развивающихся рынках существуют три базовых направления работы. *Первое* — совершенствование корпоративного управления. *Второе* — разработка и постоянная корректировка стратегии, рассмотрение возможных вариантов роста компании и выбора лучшего, т. е. стандартных подходов к увеличению рыночной доли, повышению эффективности работы фирмы. Эти проблемы рассматриваются во взаимосвязи с выбранным вариантом выхода из инвестиции. Не секрет, что для удачного выхода компания должна иметь тот вид, который привычен для фондового рынка (а не для рынка, на котором она работает). *Третье* — привнесение в компанию лучшего опыта, накопленного прямым инвестором в результате его успешной работы на рынке с другими фирмами. Это работа, смежная с деятельностью по совершенствованию корпоративного управления, и тем не менее она несколько отстоит от него. Суть здесь в том, что если какой-то «трюк» удался в одной стране,

то есть большая вероятность, что он удастся и в другой. Это касается вопросов как стратегии, так и организационного управления, бизнес-модели и бизнес-процессов, а также успеха выхода на рынок посредством IPO.

Вопрос стратегии и учета интересов и привычек глобального рынка не так прост. Например, очевидно, что в России ни одна из нефтяных компаний не может существовать без вертикальной интеграции, на определенном этапе развития не имея в своем составе инжиниринговой фирмы, которая обеспечивала бы бурение, ремонт, повышение производительности скважин и т. д. В то же время, когда глобальный рынок оценивает данную компанию, этим активам дается нулевая оценка, потому что такие функции, согласно принятой на глобальном рынке бизнес-модели, должны быть на аутсорсинге. То есть, с одной стороны, все понимают, что без фирм подобного рода нельзя наладить эффективное производство, но, с другой стороны, никто за них не заплатит. Поэтому необходимо четко доработать стратегию таким образом, чтобы, допустим, на момент подготовки к выходу из инвестиции постараться избавиться от этих компаний — заранее продать их.

Аналогичная ситуация сложилась в лесной промышленности. В России любой целлюлозно-бумажный комбинат (ЦБК) имеет стоимость лишь тогда, когда у него есть лесная база, а в остальном мире это не принято. Лесная база на рынке также получит нулевую оценку — перед выходом на рынок инвестиций надо развести ее и ЦБК. Для производителей компаний других отраслей речь обычно идет о ремонтных или транспортных цехах.

### Совершенствование корпоративного управления начинается с учета

Работа по совершенствованию корпоративного управления в российских компаниях, как правило, ведется в стандартной последовательности и предполагает выполнение определенного ряда задач. Начинается она с укрепления финансового управления и организации нормальной работы совета директоров, развивается в направлении перехода к аудиту по международным стандартам, введения практики полной прозрачности для всех акционеров и установления по-

стоянного контакта с инвестиционным сообществом и завершается превращением в «стандартную» компанию, работающую на глобальном рынке.

Система внутренней отчетности (*management accounting*) в большинстве российских компаний, к сожалению, далека от совершенства и представляет на первом этапе основную проблему, требующую решения. По сути, менеджеры лишены информации о реальном состоянии дел в компании, и очень важно с самого начала вовлечь менеджмент в процесс перевода внутренней отчетности на международные стандарты учета (*IAS*) или на американский стандарт (*GAAP*). Конечно, речь не идет о введении параллельного транзакционного учета — достаточно поквартальной перекладки. Однако только в таком случае у менеджмента появятся реальная картина состояния финансов в компании и возможность предвидения. Как показывает опыт *AIG — Brunswick Capital Management Ltd.*, эта задача, на первый взгляд сложная, вполне решаема. Например, она была успешно решена в региональных компаниях связи, где работало от 3 тыс. до 5 тыс. человек; подобные проекты затем распространялись и во всей корпорации «Связьинвест», которая уже четвертый год работает по системе внутреннего учета на основе международных стандартов.

Введение международных стандартов учета действительно очень важно, поскольку лишь такой подход позволяет формировать резервы в достаточном объеме и вести нормальный учет основных средств, а следовательно, правильно рассчитывать и амортизацию. В результате проведения всеобъемлющей ревизии компания получает полную, реальную, постоянно обновляемую картину в разрезе трех отчетов (прибылей/убытков, баланса и движения денежных средств). Практика показывает, что и директор, и тем более финансовый директор должны уметь оперировать данными этих отчетов и понимать, как любое частное изменение отражается на всей совокупности показателей. Без этого нормального управления компанией, основанного на понимании того, что происходит с ее ресурсами и капиталом, не будет.

В 1999—2000 гг. стало понятно, что без такого подхода внимание инвесторов к фирмам, в которые вкладывала средства наша компания, привлечь невозможно. Ситуация после кризиса была очень

тяжелая: тарифы низкие, о привлекательности компаний говорить почти не приходится. Надо было помочь инвесторам выделить из 86 операторов связи нескольких, которых можно было бы позиционировать как лучших с точки зрения финансового управления. Как раз это мы и постарались сделать, представив наши компании сообществу инвестиционных аналитиков в лучшем виде — прозрачными и понятными, готовыми к росту по мере изменения состояния экономики. Казалось бы, это абстракция, однако в ходе конверсии акций наших компаний в более крупную при консолидации региональных компаний в Северо-Западный Телеком фонд *AIG — Brunswick Capital* получил примерно 30—40%-ную премию по сравнению с другими инвесторами.

При внедрении системы нормального учета и отчетности подтвердилась давно известная истина: никогда не надо торопиться. Задача заключалась не в том, чтобы за два-три месяца завершить проект, как обычно рекомендуют консультанты, а в том, чтобы построить такие отношения с консультантами, благодаря которым проект растянется во времени минимум на год, но за это время все в компании привыкнут к новшеству и оно органически войдет в практику. Действительно, первый этап занимал примерно полтора-два месяца; затем, через шесть месяцев, компания самостоятельно составляла полугодовую отчетность, а еще через шесть месяцев, когда делались годовая отчетность и бюджет на следующий год, фирма с помощью консультанта смогла закрепить полученные навыки и использовать их на практике. Это крайне важно еще и потому, что нормальный внутренний учет позволяет самой компании включить рычаги стимулирования: ведь при таком подходе можно построить центры прибыли, например филиалы, как вполне самостоятельные хозяйственные звенья; можно создать систему показателей, заставляющую филиалы работать более эффективно.

### Введение системы бюджетирования

Как правило, выполнение первой задачи «нулевого уровня» позволяет, в частности, существенно улучшить структуру затрат и в значительной степени их сократить, сформировать реальные нормы затрат и резервов, увидеть слабые места и, главное, сделать работу компании более рациональной. Через один-пол-

тора года после начала реализации этого проекта компания уже готова к следующему, связанному с внедрением современной системы бюджетирования, построенной на данных международных стандартов учета. Но нельзя путать внедрение автоматизированной системы управления (*ERP*) с внедрением бюджетирования как такового. Начинать необходимо с идеологии: создать в компании мощный костяк специалистов, объединенных общим делом финансового управления, не только в головном офисе или дирекции, а во всех звеньях. Система внутренней отчетности по международным стандартам может быть выстроена силами пяти-шести человек, тогда как введенные системы бюджетирования обычно требуют работы нескольких десятков человек и появляется несколько органов, которые управляют процессом. Вводятся новые для российских компаний понятия — бюджетного комитета и контроллера, организующего процесс бюджетирования, контролирующего все расходы, так как без его подписи не осуществляется ни одна трата. На самом деле для любого директора или бухгалтера это психологически тяжелый момент, однако он важен, потому что у контроллера очень простая функция. Если некоторые затраты не предусмотрены в бюджете, он либо отказывает в получении средств, либо просит назвать того, кто откажется от своей части бюджета в пользу другого подразделения. Очень важно, когда появляется человек, который организует работу бюджетного комитета и твердо принимает решения. Ведь контроллера, в отличие от директора или бухгалтера, фактически нельзя уговорить.

### Взаимоотношения с инвестиционным сообществом

Осуществляя описанные выше проекты, очень важно помочь компании сделать их открытыми, обнародовать, так как только в этом случае потраченные усилия получат отражение в росте ее стоимости. Здесь чрезвычайно велика роль подразделений, отвечающих за *PR* и отношения с инвесторами. Инструменты известны, однако успешность их применения существенно зависит от прямого инвестора, так как он подкрепляет действия компании своим авторитетом, объясняет инвестиционному сообществу суть изменений, происходящих в компании, подчеркивая, что прозрачность компании реальна и что

это результат усилий всех акционеров. Весьма полезна организация однодневных мероприятий, в ходе которых инвестиционные аналитики, журналисты, пишущие на деловые темы, представители инвестиционных банков встречаются с топ-менеджментом компании и могут почувствовать, что происходящие в компании изменения — не имитация, что это реальный качественный рост, причем директор действительно знает, что такое *EBITDA*, и понимает процедуры резервирования.

## Работа совета директоров

По нашему опыту, программа по внедрению бюджетирования занимает около полутора-двух лет. Таким образом, через два с половиной — три года отчетность любой компании становится полностью сопоставимой с отчетностью западной фирмы среднего уровня, и в компанию уже можно без опаски посылать не только аналитиков фондового рынка, но и финансовых директоров и специалистов аналогичных зарубежных фирм, которые смогут найти общий язык с русским менеджментом. А в плане совершенствования корпоративного управления улучшение финансового управления — самая важная задача.

Другая, не менее серьезная проблема, — совершенствование работы совета директоров. Успех некоторых российских фирм на международном рынке показал, что нормальное корпоративное управление сразу же существенно прибавляет стоимость компании, и во многих случаях эту прибавку удается капитализировать. К сожалению, в последние годы процесс совершенствования корпоративного управления многими воспринимается лишь как имитация. Многие полагают, что достаточно проводить регулярные заседания совета директоров, заранее рассылать материалы его членам, принять кодекс корпоративного поведения, создать комитеты совета директоров, проводить регулярные встречи и телеконференции с инвесторами — и все будет нормально...

На самом деле весь потенциал нормального корпоративного управления в России до сих пор не реализован. Самое важное — суметь задействовать СД в решении стратегических вопросов, оценки вариантов и выработки стратегии. На мой взгляд, это пока не удалось ни одной компании, в которой иностранцы не имеют

контроля. Дело в том, что самыми эффективными по-прежнему являются те российские компании, менеджеры которых одновременно являются и собственниками. На данном этапе развития нашей экономики функция менеджмента еще не отделена от функции собственника. К сожалению, такие менеджеры в силу своего объективного лидерства, подкрепленного собственностью, очень часто стараются сохранить свою доминирующую позицию в СД. Независимых директоров, которые приходят на фирму, они просто не слушают и не допускают к решению стратегических вопросов, таких как выработка направления развития, постановка целей и задач на конкретный период. По моему мнению, результатом такого подхода явился, в частности, провал стоимости акций компании «Вимм-Билль-Данн» после *IPO*. Невысокие успехи ИТ-компаний<sup>1</sup>, в совете директоров которой автор статьи состоит уже семь лет, также в немалой степени обусловлены тем, что руководство фирмы считает себя самым компетентным, и тем, что совет, в котором представлено около трети независимых директоров, так и не сумел задействовать механизм принятия стратегических решений с их участием. Игнорирование опыта независимых директоров можно рассматривать как одну из очевидных и частых ошибок. Переход экономики России на новый уровень будет связан с тем, что СД начнут в полную силу работать именно в этом направлении, потому что имитация высокого качества корпоративного управления не позволяет закрепить успех на рынке, как это произошло с Вимм-Билль-Данн.

## Система мотивации

Еще один блок значимых вопросов, связанных с корпоративным управлением, относится к системе мотивации высшего менеджмента и членов СД. К сожалению, большинство современных схем неэффективны ввиду того, что они нацелены на текущие, а не стратегические результаты. Для того чтобы схемы мотивации роста стоимости компании работали, показатели деятельности компании, которые лежат в их основе, должны соответствовать фактическим аудированным данным учета по международным стандартам.

К сожалению, цифры, которые предоставляют компаниям аудиторы, как прави-

ло, поступают с существенной задержкой. Например, надо стимулировать работу совета директоров, а результаты деятельности компании появляются только через три-четыре месяца после истечения срока полномочий данного совета. Еще один серьезный минус: член СД зачастую не заинтересован в том, чтобы в его системе стимулирования был большой компонент вознаграждения, связанный с результатами работы компании с точки зрения ее рыночной стоимости и капитализации, и предпочитает фиксированную оплату.

Как ни печально, в России пока не работают системы мотивации, построенные на *stock option*<sup>2</sup>. Их пытаются внедрить, но, к сожалению, их стимулирующая роль явно недостаточна, потому что рыночная стоимость многих торгуемых компаний в основном зависит от конъюнктуры рынка, а не усилий менеджеров; случаи новых *IPO* единичны, а если компания принимает решение об *IPO*, то оно внедряется так быстро, что менеджеры просто не успевают сделать ничего, что требовало бы поощрения. В иных ситуациях срок первичного размещения акций постоянно откладывается или с самого начала неопределенно далек. Таким образом, в первом случае менеджер не успевает внести существенный вклад в работу компании — здесь можно говорить лишь о форме распределения прибыли, нормальном поощрении за текущие результаты; во втором же случае сотрудник не видит перспективы и обычно теряет долгосрочную мотивацию, не представляя, как можно реализовать созданную благодаря его усилиям стоимость.

Вместе с тем прямые инвесторы всегда помнят, что системы мотивации играют важную роль в процессе увеличения стоимости компании и что к ним необходимо относиться как одному из важнейших рычагов управления развитием и ростом.

В заключение хотелось бы отметить, что при объективном сравнении российских компаний, как правило, не уступают по качеству аналогичным компаниям на других развивающихся рынках. Недостаточно высокая оценка, которую они получают на рынке, — скорее, результат несогласованной работы менеджмента, а также неразумных действий собственников. Таким образом, эта проблема принципиально устранима и не требует каких-либо чрезвычайных мер по ее решению. 

<sup>1</sup> ИТ — информационные технологии.

<sup>2</sup> Опцион на приобретение акций.