

30 | Выкуп компании менеджментом



Владимир Ярмиш

менеджер отдела
консультационных услуг
по сделкам компании

Ernst & Young

E-mail автора:

Vladimir.Yarmish@ru.ey.com

Выкуп компании менеджментом (*Management-Buy-Out, MBO*) — это форма приобретения предприятия за счет и при условии привлечения заемных средств, используемая для передачи права собственности на акции от текущих акционеров топ-менеджерам компании. Так как при подобных сделках для финансирования значительной части стоимости покупаемого предприятия используются долговые и квазидолговые инструменты, большая часть таких операций осуществляется в компаниях, имеющих солидную историю генерирования устойчивых денежных потоков.

В статье дается краткое описание различных аспектов процедуры и основных параметров сделок *MBO*, приводятся возможные варианты их структурирования, а также отличительные характеристики данных сделок и сравнение их с традиционными вариантами покупки и продажи компаний.

MBO как стратегия выхода из компании

В настоящее время для многих акционеров частных российских компаний выход из них весьма проблематичен по следующим причинам:

- на рынке недостаточно стратегических покупателей;
- рынок публичного предложения акций неразвит и весьма незначителен;

- лишь немногие российские компании готовы к продаже финансовым инвесторам (и тем более к публичному предложению акций), в том числе из-за недостаточной прозрачности операций;

- работающие на рынке инвесторы готовы вкладывать средства лишь при условии предоставления им существенных скидок от возможной фундаментальной стоимости компании (если сто-

имость частной компании на основе мультипликаторов по компаниям, акции которых торгуются, условно говоря, оценивается в 100 долл., финансовые инвесторы готовы ее купить только за 70—80 долл.).

С учетом вышеуказанных факторов, а также важности стратегии выхода для любого акционера, что остается владельцам российских частных компаний?

Существует еще один вариант — выкуп компании менеджментом (*МВО*).

Выкуп контрольного пакета акций компании ее руководством впервые получил широкое распространение в США в 1980-х гг. в период высокой доходности рынка долговых обязательств. *МВО* может стать привлекательной стратегией выхода для владельцев частных компаний в случае, если они не готовы сделать компанию открытой и публичной.

Перечислим тенденции, наблюдаемые в последнее время в российской экономике и свидетельствующие о том, что в скором времени *МВО* может стать одним из активно используемых инструментов в качестве варианта выхода из бизнеса:

- появление нового класса российского менеджмента, который готов не только компетентно заниматься управлением компанией, но и принять риски, связанные с владением акциями;

- развитие корпоративного управления, в частности создание и внедрение схем поощрения руководящего состава;

- увеличение инвестиционной активности и повышение качества инвестиционных решений, что, в частности, проявляется в росте числа сделок по слияниям и поглощениям и диверсификации портфелей активов.

В чем же заключаются основные преимущества *МВО*?

Во-первых, многие частные компании привлекают на работу компетентный менеджмент, который понимает бизнес-процессы и факторы, влияющие на фундаментальную стоимость компании.

Во-вторых, *МВО* может оказаться наиболее эффективным методом реструктуризации диверсифицированной компании с рядом подразделений путем продажи или выделения неприбыльных и непрофильных видов деятельности.

В-третьих, руководство компании, выступая в качестве покупателя, как правило, способно избежать проблем, связанных с реорганизацией деятельности компании. В свою очередь, *МВО* позволит руководству разрабатывать и внедрять новые идеи роста компании, не прерывая обычную деятельность.

В-четвертых, в результате успешного *МВО* может возрасти мотивация менеджмента, что, в свою очередь, будет способствовать повышению эффективности деятельности и стоимости компании.

Следует отметить, что процесс *МВО* имеет и некоторые недостатки.

Во-первых, при подготовке к *МВО* менеджмент компании неизбежно столкнется с конфликтом интересов управленцев и собственника.

Во-вторых, процесс *МВО* может быть сложным и длительным, в результате чего компании может не хватить персонала или финансовых ресурсов для его завершения, а это, в свою очередь, негативно отразится на основной деятельности компании.

В-третьих, неудачная попытка сделки по *МВО* может создать владельцу существенные проблемы и вызвать у сотрудников беспокойство за будущее компании.

В-четвертых, руководству может не доставать объективности в процессе осуществления необходимых перемен или содействия им с целью достижения компанией максимальной стоимости.

Предпосылки для осуществления МВО

Если вы решили что *МВО* — реальная возможность выхода для вашей компании, следует задать себе следующие вопросы:

1. Существует ли на вашей фирме сплоченная и компетентная команда топ-менеджеров?

2. Смогут ли руководство управлять компанией после ухода теперешних владельцев?

3. Есть ли у руководства творческие идеи, которые принесут компании прибыль, одновременно обеспечив возврат привлеченных финансовых средств?

4. Готово ли руководство компании вложить в сделку собственные средства?

5. Устраивает ли *МВО* вас как владельцев с точки зрения общей идеи и сроков?

6. Осведомлено ли руководство компании о финансовых аспектах подобной сделки и имеются ли у него связи с основными кредиторами и консультантами?

Значительно облегчит операцию наличие у руководства предыдущего опыта *МВО* или привлечение солидного финансового консультанта.

К компонентам идеальной сделки по *МВО* относятся:

- денежные средства на балансе;
- выгодная цена покупки;
- хорошие прогнозные денежные потоки;
- оптимальная структура капитала;
- сплоченная и компетентная команда;
- хорошие отраслевые характеристики;
- прочное положение на рынке;
- четкая стратегия выхода.

Процесс МВО Рассмотрение вариантов

Когда решение о *МВО* принято, руководству необходимо составить предложение, отражающее цену и структуру операции, возможности ее финансирования, а также договоренности на момент закрытия сделки и приемлемую для руководителей ситуацию по завершении выкупа. Кроме того, нужно принять решение, на каких условиях будет проводиться процесс *МВО*. Это может быть:

- общий тендер, в котором будет принимать участие руководство компании. В рамках конкурса ему будет предоставлена возможность вносить свои предложения наравне с третьими сторонами. Этот вариант обеспечивает определение рыночной цены компании и оставляет владельцам выбор в случае, если осуществить *МВО* не удастся;

- процесс, контролируемый владельцами, когда владельцы компании предоставляют руководству эксклюзивный срок для подготовки предложения. Владельцы могут получить заключение экспертов о точной стоимости компании, а также о том, будет ли предложенная сделка выгодной для руководства;

- процесс, контролируемый третьей стороной, с привлечением финансового консультанта для исследования рынка, который может предоставить руководству право первого предложения. Консультант должен удостовериться, что руководство собирается осуществить сделку и готово инвестировать достаточные средства.

Определение цены МВО

Предполагается, что *опытное* руководство знает фундаментальную стоимость компании и понимает, каких результатов можно добиться за счет новых проектов, реорганизации и снижения затрат.

Цена, предлагаемая в рамках *МВО*, как правило, выше предложений третьих сторон и сумм первоначального публичного предложения акций, поскольку руководство знает внутреннюю стоимость компании и стремится сохранить свою работу.

Кроме того, владельцы компании (или их финансовые и юридические советники) могут структурировать сделку *МВО* таким образом, чтобы обеспечить себе более выгодное, чем при простой продаже компании, налогообложение.

Выкуп руководством с привлечением частного инвестора позволит избежать длительной и трудоемкой процедуры публичного предложения акций, которая может создать ситуацию неопределенности и привести к снижению стоимости компании.

Структурирование МВО

МВО обычно осуществляется с использованием нового юридического лица, которое приобретает акции или активы компании, либо путем слияния компаний. Возможны также купля/продажа акций компании, купля/продажа активов компании, создание или выделение новой компании и купля/продажа ее акций.

Чаще всего для проведения МВО используется промежуточная структура, через которую прибыль поступает напрямую новым владельцам. Основные правовые аспекты сделки включают создание новой компании, распределение дивидендов и потребности в оборотном капитале, договоры купли/продажи, структурирование заемных обязательств, соглашение с руководством, трудовые договоры с сотрудниками.

МВО может осуществляться в форме продажи новых акций или использования программ привлечения служащих к приобретению акций своей компании. Последний вариант в России никогда не применялся, но может быть эффективным инструментом МВО.

Финансирование МВО

При сделке выкупа менеджментом компании, как правило, обращаются за финансированием на рынки частного капитала. Основное условие финансирования МВО — внесение части средств руководством. Полностью финансируемые за счет заемных средств операции нечасто встречаются на западных рынках и, скорее всего, не будут восприняты российским рынком.

Как правило, существуют три компонента финансирования МВО: заемное, доленое и промежуточное финансирование. Частные и инвестиционные банки, как правило, обеспечивают доленое финансирование, венчурные фонды и коммерческие банки — смешанное, а коммерческие банки, финансовые учреждения и страховые компании предоставляют необходимые займы. Частные организации не принимают на себя такие высокие риски, как фонды венчурного капитала, поэтому и не ожидают столь же высоких доходов, рассчитывая на 25—35% доходности на свои инвестиции. Стороны, предоставляющие промежуточное финансирование, как правило, вкладывают средства в субординированный долг компании и используют доленую часть инвестиций в качестве гарантий.

Таким образом, структура операции должна обеспечивать новым долевым инвесторам приемлемый уровень доходов на инвестиции и предоставлять приобретаемой компании достаточную финансовую свободу для намеченного роста и обслуживания задолженности.

Десять лет назад средняя доля собственных средств финансирования в рамках выкупа компании за счет заемных средств составляла 25%, в то время как сейчас этот показатель равняется примерно 44%. Важно, чтобы структура капитала полностью учитывала интересы всех стейкхолдеров, включая сотрудников, акционеров, продающих компанию, и ее руководство. Также немаловажно, чтобы структура сделки наилучшим образом соответствовала интересам самой компании. Для обеспечения наиболее благоприятных условий кредитования при ведении переговоров со сторонами, обеспечивающими финансирование, руководству компании необходимо знание основных условий сделки. К ним относятся:

1. *Соотношение собственного и заемного капитала.* Как правило, новая компания, образованная в целях приобретения выкупаемой руководством компании, получает финансирование из ряда источников. Они могут включать акционерный капитал, привилегированные акции, различные долговые инструменты и специфические (конвертируемые) инструменты.

2. *Права и условия.* Различные виды акционерного капитала могут предусматривать другие специальные права, например право голоса, ограничения по дивидендам, различные ограничения (прибыль, выход, операции).

3. *Вознаграждение.* Инвесторы определяют размер вознаграждения основных членов руководства. Согласованные условия, как правило, оформляются договорами услуг.

4. *Размывание долей.* У инвесторов вызывают беспокойство факторы, которые могут привести к снижению стоимости их вложений в акции. Однако с точки зрения руководства важно иметь схемы премирования сотрудников.

5. *Бизнес-план.* Осуществление инвестиций, как правило, зависит от утверждения инвесторами бизнес-плана руководства. Руководство должно с осторожностью подходить к этому, так как от него часто требуются определенные гарантии.

6. *Предоставление информации.* Как правило, компании прямых инвестиций

и венчурного капитала требуют предоставления подробной финансовой информации. Руководство должно путем переговоров определить перечень данных, предоставление которых является разумным и возможным.

7. *Кворум на собраниях акционеров.* Фонды часто требуют присутствия держателя привилегированных акций для формирования кворума на собраниях акционеров. Руководство должно принять меры к тому, чтобы венчурный фонд не срывал собрания акционеров своим нежеланием присутствовать на них.

8. *Политика выхода из компании.* Выход фонда из компании обычно осуществляется путем продажи или открытого размещения акций компании. Руководство должно согласовать с фондом сроки такого выхода (обычно через три-пять лет после осуществления инвестиций). Обычно фонд настаивает на том, чтобы акции компании не котировались на признанных фондовых биржах без его предварительного согласия.

Заключение

Возможности и перспективы МВО необходимо оценивать в сравнении с альтернативными вариантами выхода: продажей стратегическому инвестору, продажей финансовому инвестору и публичным предложением акций.

МВО может быть оптимальной из имеющихся возможностей выхода, особенно при отсутствии стратегических покупателей и нецелесообразности публичного предложения акций. При этом нужно помнить, что минимальные условия успешной МВО — сплоченная команда, знание отрасли всеми сторонами, наличие необходимого капитала и финансирования.

Выкуп руководством с привлечением частного инвестора позволит избежать длительной и трудоемкой процедуры публичного предложения акций, которая может создать ситуацию неопределенности и привести к снижению стоимости компании.

В российских условиях МВО не используются во многом из-за того, что вовлеченные стороны плохо представляют себе этот инструмент и его возможности. Недостаточное понимание его полезности может стоить владельцам и руководству уникального и взаимовыгодного шанса кардинально изменить направление развития компании.