

Аналитическая записка

***Влияние
реструктуризации
на рост стоимости
компании***

Москва 2004

Содержание

Резюме	4
Глава 1. Реструктуризация предприятий и компаний	5
Краткий экскурс в терминологию реструктуризации	5
Этапы реструктуризации компании	6
Стратегия компании и цели реструктуризации	8
Основные риски, связанные с проведением реструктуризации	9
Глава 2. Рост стоимости как результат стратегической реструктуризации	11
Актуальность стратегической реструктуризации для российских компаний	11
Концепция управления стоимостью в России	12
Требования международных и российских инвесторов	14
Международная практика реструктуризации	16
Опыт российских компаний начала 2000-х гг.	17
ПРИЛОЖЕНИЯ	19
Материалы интервью с консультантами компании «Эрнст энд Янг»	19
Материалы интервью с консультантами компании PricewaterhouseCoopers	22
Материалы интервью с управляющим партнером «Про-Инвест Консалтинг»	25
Материалы интервью с младшим партнером McKinsey	27

Аналитическое исследование «Влияние реструктуризации на рост стоимости компании» выполнено рейтинговым агентством «Эксперт РА» в марте-апреле 2004 года в рамках одноименного проекта.

Исследование проводилось в два этапа. На первом этапе был обобщен теоретический материал о сути механизма реструктуризации, его основных этапах, возможных рисках и результатах. На втором этапе был проанализирован практический опыт реструктуризации международных и российских компаний, проведены углубленные интервью с топ-менеджментом крупнейших предприятий, представителями ведущих консалтинговых фирм, специалистами инвестиционных и управляющих компаний.

Рейтинговое агентство «Эксперт РА» благодарит за помощь в подготовке исследования:

АЛЕКСЕЕВА Олега Борисовича	— Заместителя генерального директора по корпоративной политике компании «Ренова»
БАЗОЕВА Сергея Заурбековича	— Директора отдела сопровождения сделок с капиталом и корпоративных финансов PricewaterhouseCoopers
БРОЙТМАНА Михаила Яковлевича	— Директора управления инвестиционно-банковской деятельности ИК «Тройка-Диалог»
ДАНИЛИНА Олега Дмитриевича	— Менеджера отдела консультационных услуг компании «Эрнст энд Янг»
ДОБРЫНИНА Валентина Самсоновича	— Руководителя проектов ОАО «Объединенные машиностроительные заводы»
ДРОЗДОВА Сергея Алексеевича	— Первого Вице-президента АФК «Система»
ЕВГЕНЬЕВА Алексея Михайловича	— Генерального директора группы компаний «Северстальмаш»
ИДРИСОВА Александра Борисовича	— Управляющего партнера «Про-Инвест Консалтинг»
ОВСЯННИКОВА Виктора Васильевича	— Партнера, Управляющего директора ТЭК, СНГ/Россия «Эрнст энд Янг»
ТЁМКИНА Александра Владимировича	— Старшего менеджера отдела сопровождения сделок с капиталом и корпоративных финансов PricewaterhouseCoopers
ШАМОЛИНА Михаила Валерьевича	— Младшего партнера McKinsey

В исследовании использовалась информация с сайтов www.cfin.ru, www.finrisk.ru, а также данные компаний McKinsey, «Эрнст энд Янг», KPMG, PricewaterhouseCoopers, ИФК «Альт» и др.

Материалы исследования послужили основой для публикации статьи «Профильный передел» в журнале «Эксперт» №16 (419) от 26 апреля 2004 года.

РЕЗЮМЕ

*Если Вы озабочены созданием стоимости, не дробите свои акции.
Дробите свою компанию.*

Беннет Стюарт,
основатель консалтинговой компании Stern Stewart

Можно с уверенностью сказать, что в ближайшие годы среди предпринимателей наиболее популярным понятием будет капитализация. Высокая капитализация бизнеса — это и дешевые кредиты и инвестиции, и защита от недружественных поглощений, и позиционирование себя в бизнес-элите. Наконец, это возможность достойного выхода из бизнеса, что становится актуальным для многих предпринимателей, основавших свое дело в конце восьмидесятых — начале девяностых годов. Иными словами, от выкачивания денежных потоков и серых схем бизнес переходит к формированию рыночной стоимости.

Однако в рамках старых бизнес-моделей, основы которых были заложены еще в период приватизации, сделать это практически невозможно. Хаотичный состав бизнес-портфелей крупных компаний и их избыточная диверсификация, неэффективная деятельность корпоративных центров скорее способствуют снижению, чем росту их рыночной стоимости. Поэтому уже сейчас компании понимают необходимость структурных преобразований и рассматривают альтернативные варианты реструктуризации.

Опыт развитых стран показывает, что одним из эффективных способов повышения капитализации является реструктуризация бизнеса. Одно лишь известие о планах структурной перестройки компании, одобренное инвесторами, может привести к росту котировок акций на десятки процентов.

Именно поэтому сейчас российские предприниматели особое внимание уделяют реструктуризации. В принципе, реструктуризация проводилась пять, десять лет назад, будет проводиться и впредь. Однако, если раньше менеджмент и собственники российских компаний пользовались в основном инструментарием оперативной реструктуризации, то сейчас компании все больше обращаются к методам стратегической реструктуризации, направленным на повышение инвестиционной привлекательности бизнеса и рост его стоимости.

Исследование, проведенное рейтинговым агентством «Эксперт РА», показало, что первые примеры успешной стратегической реструктуризации в России уже есть. И с каждым годом число компаний, заинтересованных в стратегической реструктуризации, становится все больше. Поэтому в ближайшие два-три года мы прогнозируем усиление реструктуризационных процессов, особенно процессов, направленных на упорядочивание активов.

Как правило, российские компании проводят работу с активами в три этапа. На первом этапе происходит упорядочивание структуры активов малых непрофильных бизнесов, на втором — вспомогательных бизнесов с целью «выпрямления» издержек, на третьем осуществляется оптимизация структуры портфеля крупных непрофильных бизнесов.

В конечном счете, специализация компаний на более узких сегментах рынка и направление всех доступных ресурсов (полученных в том числе и за счет продажи непрофильных бизнесов) на их развитие становится ответом бизнеса на необходимость конкуренции с крупными глобальными игроками. За счет фокусирования на одном виде бизнеса российские компании получают возможность сократить отставание от своих мировых конкурентов, которое наблюдается во многих отраслях перерабатывающего сектора экономики. Убыточные же непрофильные активы часто просто не дают компаниям эффективно развиваться.

Помимо работы с непрофильными активами, дополнительными факторами увеличения капитализации компании на российском фондовом рынке могут стать экспансионная политика компаний на рынке (поглощения ею компаний своей отрасли), а также слияния с крупнейшими международными корпорациями.

Глава 1. Реструктуризация предприятий и компаний

Краткий экскурс в терминологию реструктуризации

В переводе с английского «реструктуризация» (restructuring) — это перестройка структуры чего-либо. Латинское слово структура (structura) означает порядок, расположение, строение. Если рассматривать компанию как сложную систему, подверженную влиянию факторов внешнего окружения и внутренней среды, то термину «реструктуризация компании» можно дать следующее определение:

Реструктуризация компании — это изменение структуры компании (иными словами порядка, расположения ее элементов), а также элементов, формирующих ее бизнес, под влиянием факторов либо внешней, либо внутренней среды (Рисунок 1). Реструктуризация включает: совершенствование системы управления, финансово-экономической политики компании, ее операционной деятельности, системы маркетинга и сбыта, управления персоналом.

Рисунок 1

Факторы внешней и внутренней среды, влияющие на деятельность компании



Источник: Экономика фирмы

Основной причиной, почему компании стремятся к реструктуризации, обычно является низкая эффективность их деятельности, которая выражается в неудовлетворительных финансовых показателях, в нехватке оборотных средств, в высоком уровне дебиторской и кредиторской задолженности.

Впрочем, и успешные компании часто проводят структурные преобразования. Ведь любая модификация масштабов бизнеса или рыночных условий требует адекватного изменения системы управления и проведения реструктуризационных программ.

С какими целями проводится реструктуризация? Традиционно собственники и менеджмент компании преследуют две цели: это повышение конкурентоспособности компании с последующим увеличением ее стоимости. В зависимости от целевых установок и стратегии компании определяется одна из форм реструктуризации: оперативная или стратегическая.

Оперативная реструктуризация предполагает изменение структуры компании с целью ее финансового оздоровления (если компания находится в кризисном состоянии), или с целью улучшения платежеспособности. Она проводится за счет внутренних источников компании с помощью инструментария сокращения и «выпрямления» (перехода от косвенных к прямым издержкам) издержек, выделения и продажи непрофильных и вспомогательных бизнесов. Результатом оперативной реструктуризации является получение прозрачной и более управляемой компании, в которой собственники и менеджеры уже могут понять, какие бизнесы следует развивать, а от каких избавляться. Оперативная реструктуризация способствует улучшению результатов деятельности предприятия в краткосрочном периоде и создает предпосылки для проведения дальнейшей, стратегической реструктуризации.

Стратегическая реструктуризация — это процесс структурных изменений, направленный на повышение инвестиционной привлекательности компании, на расширение ее возможностей по привлечению внешнего финансирования и роста стоимости. Реализация такого типа реструктуризации направлена на достижение долгосрочных целей. Результатом ее успешного проведения становится возросший поток чистой текущей стоимости будущих доходов, рост конкурентоспособности компании и рыночной стоимости ее собственного капитала.

Проведение как оперативной, так и стратегической реструктуризации может охватывать либо все элементы бизнес-системы, либо отдельные ее составляющие. Поэтому существует классификация форм реструктуризации по масштабу охвата структурных изменений. По этому критерию выделяют комплексную и частичную реструктуризацию.

Комплексная реструктуризация — это долгосрочный и дорогостоящий процесс, к которому прибегают лишь единицы предприятий. Она проводится поэтапно, преобразования затрагивают все элементы компании. В ходе такой реструктуризации используются различные механизмы. При этом в зависимости от влияния точечных преобразований на отдельные направления деятельности компании происходит корректировка общей программы реструктуризации и продолжается дальнейшая работа.

В отличие от комплексной, **частичная реструктуризация** (еще одно ее название «лоскутная») затрагивает один или несколько элементов бизнес-системы. В ходе ее реализации изменениями в функциональных областях разрозненно занимаются привлеченные консультанты, и часто преобразования носят хаотичный характер, а их влияние на другие направления деятельности компании не анализируется. Поэтому неудивительно, что частичная реструктуризация приводит лишь к локальным результатам и может быть неэффективна в рамках всей бизнес-системы.

На сегодняшний день международная практика и опыт проведения реструктуризации в России свидетельствуют о том, что реструктуризация — это одна из сложнейших управленческих задач. Она не является единовременным изменением в структуре капитала или в производстве. Это процесс, который должен учитывать множество ограничений и специфику той компании, в которой он проводится. Следовательно, проводить его необходимо, уже имея четкие цели, концепцию реструктуризации, понимание каждого из ее этапов и методов, с помощью которых необходимо действовать.

Этапы реструктуризации компании

Каким образом проводить реструктуризацию компании? Как ни странно, этот вопрос до сих пор остается открытым. Единого рецепта реструктуризации для всех компаний не существует. Более того, даже последовательность этапов реструктуризации, не говоря уже о выборе инструментария, может существенно различаться в зависимости от состояния компании, ее потенциала, позиций на рынке, поведения конкурентов, характеристик производимых ею товаров и услуг и многих других факторов.

Если следовать основным принципам метода управления проектами, то можно выделить несколько этапов реализации проекта реструктуризации (Рисунок 2).

Рисунок 2



Источник: «Эксперт РА» по данным опроса консультантов

Первый этап — определение целей реструктуризации. Собственники и менеджмент должны определить, что именно их не устраивает в текущей деятельности компании, и чего они хотят добиться в результате структурных изменений. От того, насколько грамотно они определяют цели и круг задач, зависит дальнейшее развитие компании и соответственно судьба реструктуризационной программы.

Второй этап — диагностика компании. Ее проводят для того, чтобы выявить проблемы компании, определить ее слабые и сильные стороны, понять перспективы развития и рентабельность дальнейшего инвестирования в этот бизнес. При проведении диагностики, как правило, осуществляется правовой, налоговый анализ, анализ операционной деятельности, рынка и инвестиционной привлекательности компании. Также изучается ее финансовое состояние, стратегия и деятельность руководства.

Третий этап — разработка стратегии и программы реструктуризации. На этом этапе по данным, полученным в результате диагностики, составляется несколько альтернативных вариантов развития компании. Для каждого варианта определяются методы реструктуризации, рассчитываются прогнозные показатели, оцениваются возможные риски, объемы задействованных ресурсов. На основе различных критериев собственниками компании и менеджментом проводится оценка эффективности той или иной альтернативы и осуществляется выбор, в соответствии с которым разрабатывается программа реструктуризации. При этом формализуются и уточняются стратегические цели предприятия, детализируются качественные и количественные целевые параметры, которые должна достичь система с учетом ресурсных ограничений.

Четвертый этап — осуществление реструктуризации в соответствии с разработанной программой. Формируется команда специалистов, задействованных в работе. Затем прорабатываются и последовательно реализуются все этапы программы. В ходе проведения четвертого этапа реструктуризации уточняются целевые показатели и, если происходит их отклонение от запланированных значений, компания осуществляет корректировку программы.

И, наконец, **пятый этап — сопровождение программы реструктуризации и оценка ее результатов.** На последнем этапе команда, ответственная за реализацию программы, осуществляет контроль за исполнением целевых показателей, анализирует полученные результаты и подготавливает итоговый отчет о проделанной работе.

Стратегия компании и цели реструктуризации

Для того, чтобы успешно осуществить вышеперечисленные этапы, необходимо правильно сформулировать цели реструктуризации. Они определяются исходя из общей стратегии компании. В терминологии менеджмента, стратегия — это генеральное направление действий компании, следование которому в перспективе должно привести к запланированным целям.

Процесс выбора стратегии (Таблица 1) происходит после уяснения текущей стратегии компании и проведения тщательного анализа портфеля продукции. Последнее действие представляет собой один из важнейших инструментов стратегического управления. Ведь анализ портфеля позволяет сбалансировать риски бизнеса, его денежные поступления, что приводит к повышению общей финансовой отдачи.

В условиях российской экономики грамотный анализ бизнес-портфеля с последующей разработкой программы реструктуризации может существенно улучшить положение компании и в несколько раз повысить ее стоимость. Такой эффект объясняется тем, что бизнес-портфели российских компаний сейчас не упорядочены и избыточно диверсифицированы, порождают у инвесторов слишком много вопросов, и, как следствие, недооценены.

Таблица 1

Эталонные стратегии развития компании

Тип стратегий	
Стратегии концентрированного роста	Стратегия усиления позиций на рынке
	Стратегия развития рынка
	Стратегия развития продукта
Стратегии интегрированного роста	Стратегия обратной вертикальной интеграции (экспансия на рынке поставщиков)
	Стратегия вперед идущей интеграции (экспансия на рынке систем распространения и торговых структур)
Стратегии диверсифицированного роста	Стратегия централизованной диверсификации
	Стратегия горизонтальной диверсификации
	Стратегия конгломератной диверсификации
Стратегии сокращения	Стратегия ликвидации
	Стратегия «сбора урожая»
	Стратегия сокращения
	Стратегия сокращения расходов

Последние зарубежные исследования в области стратегического управления свидетельствуют о том, что специализированные компании эффективней диверсифицированных. Качество их продукции гораздо лучше, производительность труда в таких компаниях выше, а развитие динамичней.

В начале 90-х годов один из профессоров бизнес-школы университета Columbia Фрэнк Лихтенберг провел исследование 17 000 американских заводов. Оно показало, что диверсификация отрицательно влияет на производительность труда. Чем больше число отраслей, в которых ведет деятельность компания-владелец завода, тем меньше производительность труда на отдельно взятом заводе. Работы других исследователей показывают, что и прибыльность корпораций страдает в результате диверсификации.

Она же влияет и на темпы роста бизнеса. Изучение компанией McKinsey истории около 50 компаний, достигших рекордных темпов роста объема продаж (более 100% в год), позволил консультантам сделать следующий вывод: самый характерный элемент стратегии быстрорастущих компаний — это их узкая специализация. Большинство из исследованных компаний сосредотачивают свои усилия на одном конкретном товаре или одной очень привлекательной для потребителя услуге. Лишь некоторые из них предоставляют покупателям комплекс тесно связанных между собой товаров и услуг. Диверсифицированных компаний среди лидеров роста при этом не оказалось.

К тому же и практический опыт экономики США доказал слабость структур типа конгломератов. По информации McKinsey, из 165 конгломератов в 1979 году, 33% распродали непрофильные направления бизнеса и сосредоточились на основном виде бизнеса. Еще 35% конгломератов были поглощены или ликвидированы. Таким образом, для американцев стало очевидно, что управление диверсифицированными структурами не так уж и эффективно, а реализация синергетических эффектов в рамках этих структур происходит далеко не всегда.

Эффективность специализированных компаний по сравнению с диверсифицированными определена несколькими причинами:

- во-первых**, деятельность менеджмента специализированных компаний концентрируется в одной области;
- во-вторых**, в специализированных компаниях не происходит распыления ресурсов (временных, финансовых) по множеству направлений деятельности;
- в-третьих**, структура бизнеса в случае специализированных компаний более упорядочена;
- в-четвертых**, в этих компаниях нет «пожирателей прибыли», то есть тех бизнес-направлений, которые спонсируются в рамках диверсифицированных структур.

Несмотря на преимущества специализации, крупные российские компании пока редко прибегают к стратегии развития одного продукта на рынке. Происходит это вследствие отсутствия конкурентных отношений на отдельных стадиях производства продукции, из-за высоких административных барьеров и из-за географических особенностей расположения предприятий, построенных еще во времена СССР.

Тем не менее, если компания решила на проведение реструктуризации, то на начальном этапе определения целей, ей необходимо четко определить для себя: в каких бизнесах она будет продолжать свою деятельность, в каких сворачивать производство, а в какие только внедряться? В конечном счете, именно это поможет ей определить, каким способом лучше осуществлять структурные преобразования, чтобы достигнуть максимальной эффективности и минимизировать возможные риски.

Основные риски, связанные с проведением реструктуризации

В ходе реализации проекта по реструктуризации никто не застрахован от отрицательных результатов. Существует несколько наиболее важных для компаний рисков, которые могут негативно повлиять на проведение реструктуризационных программ.

Риск 1. Риск неправильного выбора метода реструктуризации

Как уже отмечалось выше, выбор методов реструктуризации определяется в зависимости от стратегии, целей и состояния компании.

Если компания приняла решение о проведении оперативной реструктуризации, то ею могут быть использованы следующие методы. Во-первых, методы реструктуризации имущественного комплекса, такие как сдача в аренду, консервация, ликвидация, списание активов, их реализация. Во-вторых, методы реструктуризации кредиторской задолженности, в частности, признание задолженности недействительной, отсрочка или рассрочка долга с последующим погашением, погашение задолженности с минимальными издержками, выкуп прав требований к кредитору с последующим предъявлением требований и многие другие. В-третьих, организация может использовать методы реструктуризации дебиторской задолженности, среди них погашение задолженности с получением максимального экономического эффекта, признание задолженности недействительной, а также различные формы увольнения или сокращения численности сотрудников.

Впрочем, если компания уже добилась высокого уровня операционной эффективности, она начинает использовать инструментарий стратегической реструктуризации, в частности совершенствует структуру бизнес-портфеля компании, создает управленческий и финансовый потенциал для нового роста. Этого можно достичь либо за счет удаления из бизнес-портфеля тех направлений, которые не являются ключевыми для будущего компании, либо за счет укрепления стратегически важных для компании направлений путем приобретения новых видов бизнеса. Впоследствии это поможет ей завоевать доверие инвестиционного сообщества и положительно скажется на результатах ее финансово-хозяйственной деятельности.

Риск 2. Риск преждевременной оценки результатов реструктуризации

На практике определить, где начинаются реальные результаты структурных изменений очень сложно. Часто негативные краткосрочные последствия реструктуризации менеджмент компании принимает за ее итоги. В этом случае вся программа может быть свернута, а стратегические цели так и не достигнуты. Для минимизации этого риска необходимо грамотное составление программы реструктуризации с подробным описанием всех краткосрочных результатов и целевых показателей, а также с четким определением долгосрочных целей.

Риск 3. Риск недостаточной квалификации представителей органов управления компании

Этот риск можно минимизировать двумя способами. Либо путем увольнения менеджмента компании и привлечения новой команды управленцев. Либо, второй вариант, за счет проведения специализированных семинаров и тренингов для разъяснения руководству целей и основных направлений реструктуризации. В любом случае, чтобы выявить и управлять этим риском необходимо привлечение профессиональных специалистов со стороны.

Риск 4. Риск неправильной оценки необходимых для реструктуризации ресурсов

Традиционно компании недооценивают сложность реструктуризации. Поэтому для ее реализации даются ограниченные временные сроки, оказывается задействовано незначительное число специалистов, выделяется скудное финансирование.

Риск 5. Риск низкой мотивации лиц, участвующих в процессе реструктуризации

Этот риск подразумевает не только различную степень заинтересованности сотрудников компании в структурных изменениях. Он включает и конфликт интересов, который может возникнуть между менеджментом и собственниками компании в ходе реструктуризации и отрицательно повлиять на их мотивацию в течение проекта. Для управления этим риском необходимо, чтобы программа реструктуризации исходила «сверху вниз», а не «снизу вверх». При этом крайне важна исключительная энергия собственников компании. Их стремление к достижению целей реструктуризации должно передаваться как команде топ-менеджеров, так и управленцам среднего звена, исполнителям низового уровня.

Риск 6. Риск появления негативных социальных последствий

Возникновение негативных социальных последствий в ходе проведения реструктуризации — нормальная практика, которая действует в странах с рыночной экономикой. Она проявляется в массовых сокращениях персонала с действующих производств, в увольнениях на ликвидируемых компаниях, в закрытии компаний социальной сферы. Так, в январе этого года такая крупная компания как Eastman Kodak объявила о своих планах по сокращению до конца 2006 года штата сотрудников на 21% (это значит увольнение от 12000 до 15000 человек). По утверждению руководства компании, подобное сокращение работников, занятых в производстве традиционной фотопродукции, позволит компании больше инвестировать в свое цифровое будущее.

В российской практике сокращение персонала и вывод из компании активов социальной сферы особенно были распространены в середине 90-х годов прошлого века. Сейчас компании под воздействием государственной политики по иному стали относиться к проблематике корпоративной социальной ответственности, в рамках которой они, наоборот, декларируют создание новых рабочих мест.

Риск 7. Риск некачественного юридического сопровождения проекта

Очень часто в ходе реструктуризации возникает необходимость осуществить юридические преобразования. В России наиболее распространенные из них — создание на базе предприятия одного или нескольких дочерних обществ, создание нового хозяйственного общества совместно с предприятием — потенциальным банкротом и его собственниками, банкротство предприятия, реорганизация в форме разделения и в форме выделения. Достоверной статистики о том, сколько всего реструктуризаций было проведено по таким схемам за последние годы, в России нет. И очевидно, что проведение юридической реструктуризации, не подкрепленной реальными организационными изменениями, изменениями финансовых, производственных систем на практике является лишь полумерой. С другой стороны, ошибки юридического сопровождения могут свести к нулю преобразования, которые уже осуществлены в компании.

Глава 2. Рост стоимости как результат стратегической реструктуризации

Актуальность стратегической реструктуризации для российских компаний

Компании российского бизнеса уже неоднократно проводили программы по реструктуризации, начиная с начала 90-х годов. В основном это были разрозненные изменения в рамках оперативной реструктуризации, направленные на минимизацию издержек и решение текущих производственных проблем. Постепенно ситуация изменяется (Рисунок 3).

Рисунок 3



Источник: ПФК «Альт», «Эксперт РА»

На фоне общего экономического роста и развития российского фондового рынка все большее количество компаний задумывается о необходимости создания рыночной стоимости своего бизнеса. Собственники понимают, что сейчас можно заработать гораздо больше, наращивая капитализацию, а не получая краткосрочную прибыль. При этом особую актуальность приобрела проблема выхода из бизнеса с прибылью, для чего необходимо повышение его цены и обеспечение высокой ликвидности.

Наиболее ярко действия компаний по увеличению и созданию новой стоимости проявляются на стадии их подготовки в первичному размещению акций (IPO), в преддверии выпусков облигационных займов, осуществления сделок по слияниям и поглощениям.

Первые шаги на международном рынке IPO стали предпринимать эмитенты телекоммуникационного сектора (компании «Вымпелком», МТС). В целях удачного размещения они провели большую работу по упорядочиванию своей структуры, совершенствованию систем корпоративного управления, по раскрытию информации. Вслед за ними компания Wimm-Bill-Dann в преддверии эмиссии акций на Нью-Йоркской фондовой бирже занялась построением системы корпоративного управления в компании, оптимизацией бизнес-портфеля. В частности, были осуществлены сделки по продаже непрофильных активов компании в банковском бизнесе и частично в пивной отрасли.

На внутреннем российском рынке подготовка компании к IPO также сопровождается структурными изменениями. Совсем недавно концерн «Калина» разместил акции на 25,4 млн долларов. Эмиссия прошла успешно, и во многом внимание инвесторов к компании было привлечено благодаря эффективной маркетинговой стратегии, которую концерн реализует на рынке с 2000 года. Это — стратегия концентрации компании на марке, в рамках которой на первоначальном этапе было принято решение избавиться от непрофильных активов («Калина» продала многие локальные брэнды), а затем сконцентрироваться на контрактном производстве.

Судя по всему, рост числа публичных размещений акций (Таблица 2) может стать одним из основных двигателей реструктуризационных процессов в российской экономике. При этом компании, выходящие на рынок, вынуждены достаточно быстро избавляться от непрофильных активов. Многие эксперты уверены в том, что продажа компанией своих непрофильных активов, даже по цене ниже рыночной, может принести ей доход, значительно превышающий дисконт, с которым были проданы эти активы. В тоже время погоня за увеличением продажной цены непрофильного бизнеса может привести к тому, что компания затратит немало времени на поиск покупателей (например, ОАО «Лукойл» уже больше года продает свое непрофильное подразделение «Лукойл-Бурение»), и это, в конечном счете, приведет к снижению ее стоимости.

Таблица 2

Планируемые размещения акций российских эмитентов

Эмитент	Объем и планируемое время размещения	Отрасль
Компания «Джекпот»	25% акций – 2004 г.	Развлечения
ОАО «МГТС»	2004 г.	Телекоммуникации
ОАО «Связьинвест»	2004 г.	Телекоммуникации
«Седьмой континент»	10%-15% акций – 2005 г.	Торговля
«Амтел»	Сер. 2005 г.	Химия и нефтехимия
Торговый Дом «Копейка»	2005 г.	Торговля
Холдинг «Рамблер»	2005-06 гг.	Интернет-индустрия
Авиакомпания «Волга-Днепр»	2005-06 гг.	Транспорт
«Магnezит»	2008 г.	Черная металлургия
Компания «Русский продукт»	2008-2010 гг.	Пищевая промышленность

Источник: «Эксперт РА»

Параллельно с публичными размещениями ценных бумаг, в России набирают все новые обороты сделки по слияниям и поглощениям. По данным консалтинговой компании Ernst & Young последний год стал еще одним рекордным годом для российского рынка слияний и поглощений. Только за десять первых месяцев его объем составил 12,9 млрд долл., что существенно превышает аналогичные показатели стран с переходной экономикой и развивающихся государств. При этом средний размер сделки увеличился на 42% и составил около 40 млн долл. США.

Еще несколько лет назад купля-продажа активов в России проводилась зачастую исходя из цели получения «короткой прибыли»: получая контроль над предприятием, собственники не ставили задачу развивать его, увеличивая эффективность и капитализацию, а изначально нацеливались на выкачивание активов. Долгосрочные инвестиции также зачастую проводились бессистемно: приобретались активы, которые просто можно было приобрести. Однако на сегодняшний день крупные сделки осуществляются целенаправленно, уже после проведения структурных преобразований

Самая крупная сделка прошлого года — между Тюменской нефтяной компании и ВР — состоялась после того, как в 2002 году Тюменская нефтяная компания успешно реализовала свою программу по реструктуризации, направленную на оптимизацию структуры активов и повышение прозрачности бизнеса. Один из акцентов этой программы был сделан на вывод из состава ТНК всех сервисных предприятий и реализацию непрофильных активов. На тот момент ТНК поставило перед собой задачу позиционироваться и присутствовать на рынке только как предприятие, занимающееся добычей, переработкой и продажей нефтепродуктов.

В силу того, что российские компании стремятся укрепить свои позиции не только на внутреннем, но и на мировых рынках, в ближайшее время объемы сделок по слияниям и поглощениям, скорее всего, еще увеличатся, и соответственно будут сопровождаться реструктуризационными преобразованиями. В ходе этих преобразований компании будут вынуждены сосредоточить свои усилия на нескольких бизнесах, выбрать стратегию специализации (из-за ограниченности ресурсов), чтобы достойно конкурировать с ведущими мировыми производителями.

Впрочем, примеров грамотной стратегической реструктуризации с целью повышения инвестиционной привлекательности пока в России не так уж и много. Большинство компаний до сих пор не знакомы с методами структурных изменений, направленных на повышение рыночной стоимости.

Концепция управления стоимостью в России

На Западе стоимостной подход к управлению компанией появился в середине 80-х годов и получил название концепции «управления стоимостью компании» (value based management). Суть этой концепции заключается в следующем. Все решения и действия менеджмента компании оцениваются с точки зрения их влияния на ее стоимость. А главной целью менеджмента является именно наращивание рыночной стоимости в долгосрочном периоде. Для этого на первоначальном этапе исследуется стоимость компании и имеющихся у нее предприятий по пяти параметрам (Рисунок 4).

Рисунок 4

Пентограмма для определения возможностей структурной перестройки



Источник: Вестник McKinsey

Отправной точкой анализа служит доскональное изучение текущей рыночной стоимости. Затем оценивается фактическая и потенциальная стоимость предприятия с учетом внутренних улучшений, основанных на ожидаемых денежных потоках. На следующем этапе прогнозируется «внешняя» продажная стоимость предприятия и возможности ее увеличения посредством финансового конструирования. Все оценки соотносятся со стоимостью компании на фондовом рынке, и тогда становится очевидна потенциальная выгода для заинтересованных лиц после проведения реструктуризации.

Несмотря на то, что стратегические цели многих российских компаний соответствуют направлению данной концепции, в полной мере сейчас она не может быть задействована в России. Прежде всего, потому что текущая рыночная стоимость компании (капитализация) очень редко отражает реальную стоимость ее бизнеса. К тому же под стоимостью бизнеса у нас также понимается стоимость компании с точки зрения отраслевого инвестора. В этом случае стоимость компании может быть определена методом «аналогичной» сделки, либо методом «стоимости создания аналогичной бизнес-системы».

Еще одно определение стоимости — понятие стоимости с точки зрения прямого инвестора. Традиционно эта стоимость равна сумме всех дисконтированных свободных денежных потоков, которые будут созданы компанией за время ее существования. Соответственно, чтобы увеличить данный показатель стоимости необходимо провести реструктуризацию, которая окажет влияние на один из перечисленных ниже показателей:

- время;
- объемы реализации;
- себестоимость реализованной продукции;
- соотношение постоянных и переменных затрат;
- маржа валовой прибыли;
- собственные оборотные средства;
- основные средства.

Проведение в России реструктуризации в России, направленной на долгосрочное увеличение стоимости компании (подсчитанной методом дисконтированных денежных потоков) (Рисунок 5), будет выгодно всем заинтересованным в компании лицам, прежде всего стратегическим инвесторам.

Рисунок 5



Источник: Вестник McKinsey

Требования международных и российских инвесторов

Теоретически любой инвестор должен быть заинтересован, во-первых, в стабильном росте котировок купленных им акций, а, во-вторых, в получении высоких дивидендов по результатам деятельности компании.

Однако на практике требования инвесторов к эмитентам гораздо жестче. Инвесторов, доверивших компании свои деньги, всегда интересуют показатели финансово-хозяйственной деятельности эмитента, данные о том, каким образом осуществляется управление компанией на текущий момент и информация о ее планах на будущее (Таблица 3). Согласно данным компании Ernst & Young доля нефинансовых критериев в принятии решения об инвестициях составляет 35%.

Таблица 3

Финансовые показатели	Нефинансовые показатели
Продажи	Качество управления
Прибыльность	Качество продуктов и услуг
Фондоотдача	Уровень удовлетворенности клиентов
Движение денежных средств	Уровень корпоративной культуры
Рост продаж	Качество работы с инвесторами
Рост доходов	Эффективность системы оплаты труда руководства
Рыночная доля	Способность разрабатывать новые продукты
	Творческий подход/Аналитические ресурсы
	Эффективность исследовательской работы

Таблица 3

Финансовые показатели	Нефинансовые показатели
	Стратегическое планирование
	Осуществление стратегии
	Уровень доверия к руководству
	Способность привлекать и удерживать сотрудников
	Качество основных процессов
	Положение на рынке/Лидерство

Источник: Ernst & Young

Недавние скандалы в США и Европе, в ходе которых были выявлены махинации компаний с финансовой отчетностью, еще больше подорвали доверие инвесторов к финансовым показателям. И сейчас полнота, своевременность и достоверность финансовой информации являются лишь минимальными требованиями на рынке, без выполнения которых инвесторы не могут работать и начинают играть на понижение. При этом для положительной динамики котировок компании требуется иметь:

- а) четкую концепцию развития ее бизнеса хотя бы на среднесрочную перспективу;
- б) оптимальную структуру бизнес-портфеля;
- в) положительные показатели финансово-хозяйственной деятельности (и в динамике, и по сравнению с конкурентами компании);
- г) позитивный информационный фон относительно всех изменений, происходящих в компании.

Согласно результатам исследований ведущих консалтинговых компаний, можно приблизительно определить, какие структурные изменения в компании воспринимаются инвестиционным сообществом позитивно, а какие со скепсисом.

Как правило, финансовые рынки всегда пессимистично относятся к непрозрачным, сложно структурированным и избыточно диверсифицированным компаниям. Инвесторы не открывают позиции на покупки их бумаг, потому что им не понятно, как оценивать, например, акции конгломератов, объединяющих компании разных отраслей.

В то же время инвесторы внимательно следят за крупными сделками компании по приобретению или продаже активов и оценивают их влияние на общую стоимость бизнес-портфеля. Опыт McKinsey показывает, что компании, умело сочетающие поглощение активов и продажу, создают в среднем на 30% больше стоимости, чем их менее активные конкуренты. Максимальный эффект на стоимость компании оказывает объявление ею о сделке, которая является частью программы экспансии на рынке, либо программы по расширению ее деятельности в каком-то регионе или появления у нее новых каналов сбыта, ранее не использованных. Факты доказывают, что рынок гораздо хуже реагирует, если компания начинает экспансию в абсолютно новый для нее бизнес или объявляет о распродаже прибыльных активов. В этом случае инвесторы заинтересованы в игре на понижение (Рисунок 6).

Рисунок 6



* наблюдения проводились в течение 11 дней (5 дней до объявления, 1 день сделки, 5 дней после объявления)

Источник: Вестник McKinsey

При этом новости о начале реструктуризации и публикация ее программы почти всегда оптимистично воспринимаются инвестиционным сообществом. Даже формальное объявление о начале реструктуризации способно поднять цену компании на 5%-10% (Рисунок 7). Как свидетельствует опыт ведущих международных консультантов, грамотные структурные преобразования вдвое, а то и втрое увеличивают капитализацию эмитента в среднесрочном периоде (Рисунок 8).

Рисунок 7

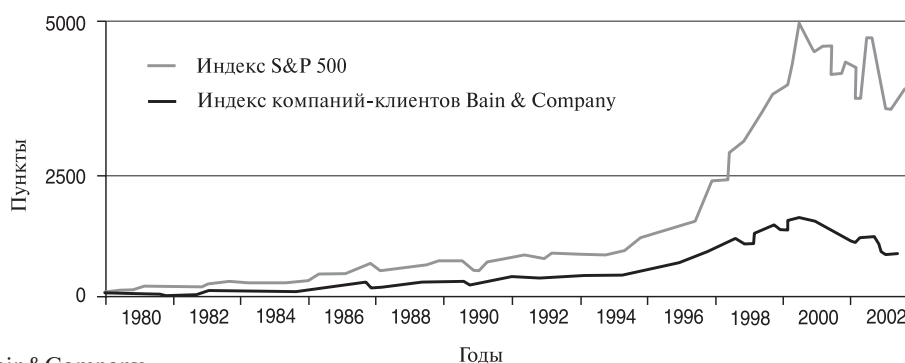
Динамика процентного изменения индекса S&P 500 и средневзвешенных цен на акции 6 компаний, объявивших о реструктуризации (Campbell, ConAgra, Heinz, Procter&Gamble, Sara Lee и Whirlpool)



Источник: Booz Allen Hamilton

Рисунок 8

Динамика индекса S&P и индекса компаний-клиентов Bain&Company



Источник: Bain&Company

Международная практика реструктуризации

Приведем несколько примеров из опыта американского и европейского бизнеса. В середине 90-х гг. крупнейшая американская компания The Whirlpool Corporation объявила о начале программы реструктуризации. В своей стратегии она сделала упор на развитие основного направления деятельности — выпуска крупногабаритной бытовой техники. При этом целевые показатели развития были выражены категорией «экономической добавленной стоимости», которая более точно отражает структуру капитала и характер создаваемой под руководством менеджеров стоимости. Изменения затронули все подразделения The Whirlpool Corporation в различных странах мира. Была проведена реорганизация совместных предприятий с азиатскими партнерами. Часть производств в Азии и Европе прекратила свою деятельность. Несмотря на неопределенность первых шагов The Whirlpool Corporation, инвесторы благоприятно отреагировали на принятие новой стратегии, и уже через две недели после объявления о начале реструктуризации, акции The Whirlpool Corporation возросли почти в 2 раза.

Еще один пример типичной истории американского успеха — биография Лоренса Тиша. Он стал миллиардером после реструктуризации в 80-х гг. и продажи крупнейшей американской телекомпании CBS. Купив 25% ее акций в 1985 году за 800 млн долларов, после девяти лет управления он продал компанию за 5,4 млрд долларов, обогатив не только себя, но и остальных акционеров. Методы, которыми он действовал, сами американцы называют методами «калькулятора и скальпеля». Радикально сократив на первоначальном этапе издержки, Тиш принялся за реструктуризацию активов и выделение непрофильных бизнесов. Так, было продано издательское подразделение, звукозаписывающая компания CBS Music Group. В общей сложности продажа непрофильных активов принесла группе CBS более 2,5 млрд долларов.

И третий пример — это удачная стратегия роста стоимости с помощью переориентации бизнеса, которую использовали компании США высокотехнологичных отраслей в конце 90-х годов. Всем известная корпорация Intel перешла с выпуска компьютерной памяти на выпуск микропроцессоров. И сейчас Kodak планирует провести реструктуризацию компании с целью повышения конкурентоспособности в сфере цифровой фотографии.

Среди европейских компаний также известны случаи резкого увеличения капитализации благодаря стратегии экспансии на рынке. Стратегия известной пивной компании Heineken была долгое время направлена на поглощение мелких европейских производителей пива и, в конечном счете, способствовала почти двойному росту цен акций Heineken (что значительно опережало и рост индекса датского фондового рынка). Только за последние пять лет сделки по приобретениям ежегодно повышали ее цену на 12%. Особенно высоко цены взлетали после объявления об очередном поглощении.

Опыт российских компаний начала 2000-х гг.

Свою историю наращивания капитализации в ходе структурных изменений имеют лишь единицы российских компаний. Первые масштабные проекты в данном направлении стали проводить представители крупного нефтяного бизнеса. Уже с 1998 года их инвестиционная стратегия существенно изменилась. Они перестали скупать активы с целью конгломератного расширения бизнеса. И с новым ростом топливных цен, нефтяники выбрали стратегию консолидации сил на профильных бизнес-направлениях.

Из публичных компаний, которые прошли этот тернистый путь, необходимо выделить компанию ЮКОС. Бывший глава ЮКОСа Михаил Ходорковский практически воспроизвел на примере своей организации классическую западную структуру управления вертикально интегрированной корпорацией. Главная проблема, которая возникла у ЮКОСа в ходе реструктуризации — это выделение сервисных структур в отдельный бизнес. Компания проделала огромную работу по коренной реструктуризации непрофильных активов, нацеленную на снижение издержек и сопровождавшуюся массовыми увольнениями (из 65 тысяч производственного персонала непрофильных активов было уволено 45 тысяч человек). Правда, уже через два года существенный выигрыш от таких действий получили акционеры. Капитализация ЮКОСа после реструктуризации активов возросла почти в 10 раз.

Из крупных сырьевых (не нефтяных) компаний успешно осуществляет работу с активами «Норильский никель». Программа по реструктуризации «непрофилей» социальной сферы в компании уже завершена. Заняла она 4 года. И сейчас в состав «Норильского никеля» входят только те структуры, на которые выделяется финансирование в рамках социальных проектов компании. При этом непрофильных производственных активов у «Норильского никеля» очень мало. Их стоимость, по мнению аналитиков, занимает менее 2% балансовой стоимости всей компании. К ним относятся строительные ремонтные, автотранспортные активы, а также Тувинский завод цветных металлов, Оленегорский механический завод. Смысл управления ими — централизация управления «непрофилями» и снижение издержек.

С развитием конкурентных отношений в России появляется и мощная прослойка узкоспециализированных компаний. Такая крупная структура как «Объединенные машиностроительные заводы» уже в течение нескольких лет проводит целенаправленную политику на снижение диверсификации. Сейчас в преддверии слияния с «Силовыми машинами» этот процесс в самом разгаре.

В том же направлении стала развиваться и группа компаний «Ист-Лайн». В ближайшее время она намерена избавиться не только от компании авиаперевозчика, но и от холдинга по производству электропоездов. По словам руководства, такие действия предоставят компании возможность сконцентрироваться главным образом на аэропортовом бизнесе. Именно в этот бизнес пойдут все вырученные от продажи предприятий средства. В частности, планируется построить восемь взлетно-посадочных полос в дополнение к двум уже имеющимся.

На данный момент оценить влияние специализации на стоимость компании в России практически не возможно. Однако анализ самых крупных сделок на отечественном фондовом рынке за период с 2002 по начало 2004 гг. (Таблица 4) показывает, что различия в подходах между российскими и зарубежными инвесторами практически не существует. Так же, как и на Западе, объявление о начале программы реструктуризации способно повлиять на стоимость компании. В зависимости от доверия инвесторов к эмитенту это влияние может быть как положительным, так и отрицательным. Как пример, с момента объявления программы реструктуризации ОАО «ЮКОС» курс акций этой компании за короткий промежуток времени вырос почти на 200%. В то же время объявление о планах по долгосрочной реструктуризации компании «Лукойл» никак не сказалось на динамике ее акций.

Таблица 4

Сделки в 2003 году					
Событие	Компания	Дата события	Изменение цены компании в течение 10 рабочих дней после наступления события	Изменение индекса РТС в течение 10 рабочих дней после наступления события	Корреляция индекса РТС и цены компании
Объявление о начале программы реструктуризации ОАО «Лукойл»	ОАО «Лукойл»	22.04.2002	Падение на 1%	Падение на 1,4 %	0,95
Объявление о покупке ГМК «Норильский никель» 44,9% акций ОАО «Лензолото»	ГМК «Норильский никель»	17.09.2003	Рост на 12,5%	Рост на 3%	0,81
Объявление о слиянии НК «ЮКОС» и НК «Сибнефть»	НК «ЮКОС»	22.04.2003	Рост на 2,2%	Рост на 6,8%	0,94
Объявление о слиянии НК «ЮКОС» и НК «Сибнефть»	НК «Сибнефть»	22.04.2003	Падение на 1%	Рост на 6,8%	0,85
Объявление о слиянии «Силовых машин» и «Объединенных машиностроительных заводов»	«Объединенные машиностроительные заводы»	18.12.2003	Рост на 13,1%	Рост на 7,4 %	-
ГМК «Норильский никель» купил около 20% Gold Fields Limited	ГМК «Норильский никель»	29.03.2004	Рост на 10,5%	Рост на 9,1%	-
«Северсталь» завершила сделку по покупке активов компании Rouge Industries, Inc	ОАО «Северсталь»	29.01.2004	Рост на 8,8%	Рост на 4,7%	-

Источник: «Эксперт РА»

Как видно из таблицы, новости о покупке новых компаний в своей отрасли (сделки «Норильского никеля», «Северстали») и экспансия на зарубежные рынки способствовали динамичному росту цен на их акции. Та же ситуация сложилась и после анонсирования слияния «Силовых машин» с «Объединенными машиностроительными заводами». Почти сразу вслед за объявлением о начале слияния акции ОМЗ выросли на 13%, в то время как рост индекса составил лишь чуть больше 7%.

Важно отметить, что в отдельных случаях интуиция не подводит российских инвесторов. Весной прошлого года, когда ничто не предвещало начала трагического «дела ЮКОСа», участники рынка очень скептически отнеслись к информации о слиянии компании с ОАО «Сибнефть». Акции ЮКОСа при этом выросли незначительно на 2,2% (РТС вырос за тот же промежуток на 6,8%), а «Сибнефти» упали на 1,1%.

Приложения

Материалы интервью с консультантами компании «Эрнст энд Янг»

Виктор Овсянников



Виктор Овсянников — партнер компании «Эрнст энд Янг», руководитель Группы по обслуживанию предприятий нефтегазового сектора, химической промышленности и электроэнергетики в СНГ. Виктор Овсянников возглавляет многоотраслевую энергетическую практику «Эрнст энд Янг» в России и СНГ, имеет 15-летний опыт профессиональной работы в области финансового консультирования, структурирования сделок, международных операций и финансового анализа в нефтегазовом секторе. Виктор Овсянников специализируется на услугах по реорганизации предприятий, содействию в корпоративных сделках, проведению независимого анализа и комплексной экспертизы для клиентов в нефтегазовом секторе, химической промышленности и электроэнергетике.

Олег Данилин



Олег Данилин — менеджер отдела консультационных услуг компании «Эрнст энд Янг». Олег Данилин специализируется в области управленческого консультирования, реинжиниринга бизнес-процессов, реструктуризации компаний и услугам по сопровождению проектов по слияниям и поглощениям металлургических компаний, компаний нефтегазового сектора, химической промышленности и электроэнергетики в России, странах СНГ и ближнего Востока.

ЭКСПЕРТ: *С какими проблемами к Вам чаще всего обращаются российские компании? Насколько часто компании проводят комплексную реструктуризацию?*

ВИКТОР ОВСЯННИКОВ: *Случаи бывают разные. Одни компании настроены на реструктуризацию финансовых функций, другие — на управление рабочим капиталом или налоговое планирование. Хотя, важно отметить, что на практике комплексную реструктуризацию в крупных холдинговых структурах, таких как структуры нефтегазового сектора, никто пока не проводил. Это очень дорогостоящая и длительная процедура. Полномасштабная реструкту-*

ризация огромного сектора или крупной компании, которая готовится и выстраивается для листинга, для привлечения финансирования, занимает порядка одного-двух лет. Поэтому наши компании, как правило, проводят реструктуризацию фрагментарно: выбирают одно направление и по нему проводят проект. А вопрос о том, как это направление совпадет с другими, уже уходит на второй план.

ЭКСПЕРТ: *Какие методы реструктуризации могут быть успешно использованы крупнейшими российскими компаниями? Какие из них направлены на увеличение стоимости компании в среднесрочном периоде?*

ОЛЕГ ДАНИЛИН: Однозначного ответа на этот вопрос не существует. Выбор методов реструктуризации, зависит, прежде всего, от стратегии компании. Среди других факторов выделяются: во-первых, масштаб компании и географическое положение ее подразделений, во-вторых, структура компании, как организационная, так и юридическая, оказывающая серьезное влияние на методы и стратегию реструктуризации, и, в-третьих, направления деятельности, которыми занимается компания, является ли она монопродуктовой, или структура ее производства диверсифицирована. Конкретных рецептов по поводу проведения реструктуризации, не существует — многое зависит от отрасли, в которой работает компания, а также от размеров самой компании. Для предприятия нефтегазового сектора необходимо одно решение, для металлургического холдинга — другое. Для предприятий среднего и крупного бизнеса также требуются разные решения. На уровне больших холдингов стратегии реструктуризации будут сопоставимы по основным принципам.

ЭКСПЕРТ: *Что нужно сделать компании для успешного размещения акций? Какую реструктуризацию необходимо провести, чтобы добиться наилучших результатов?*

ВИКТОР ОВСЯННИКОВ: В прошлом году компания «Эрнст энд Янг» провела масштабную работу по подготовке размещения акций одного из наших клиентов на Лондонской бирже. В своей работе мы исходили из принципа: каждый инвестор, заинтересованный в данных о состоянии и итогах деятельности компании, должен иметь максимальный объем информации, который помог бы ему найти ответы на все интересующие его вопросы и легко оценить компанию.

Для этого была упорядочена структура компании, и мы произвели разделение бизнеса по видам деятельности. Такой подход применим ко многим российским эмитентам, ведь у многих компаний есть различные виды деятельности, некоторые из которых называют непрофильными и предлагают выставлять на продажу.

Со своей стороны, мы не считаем, что надо освобождаться от непрофильных активов. Непрофиль непрофилю рознь. Есть непрофильные активы, деятельность которых рентабельна, и они постоянно приносят прибыль. Чтобы избежать подобных ошибок и не отказываться от прибыльных активов, мы в своей работе занимаемся финансовым моделированием по каждому типу деятельности компаний. Это делается и для того, чтобы менеджмент компании мог увидеть, какие будущие денежные потоки могут получиться от того или от другого бизнеса.

В зависимости от того, по каким группам разделится бизнес этих предприятий, мы с руководством компаний решаем, какие из них могут выйти с открытым размещением акций, например, на Лондонскую биржу, а какие могут разместить рублевые бонды. У каждого бизнеса получается свой ход. При этом, если непрофильный бизнес по расчетам оказывается в перспективе неприбыльным, то, конечно, мы даем свои рекомендации по его продаже, но принимаем решения все равно руководство компании.

ЭКСПЕРТ: *Какие методы реструктуризации удались в российской практике?*

ОЛЕГ ДАНИЛИН: Существуют достаточно интересные примеры реструктуризации в нефтяном секторе, в частности, связанные с выделением непрофильного бизнеса. Второе решение, связанное с реструктуризацией — это аутсорсинг неосновных функций, в частности финансовой функции. Управление компанией должно быть построено на кардинально новой идеологии для того, чтобы на среднем и низшем уровне сподвигнуть/подвигнуть управленческий персонал к созданию стоимости. Также необходимо централизовать управление некоторыми ключевыми функциями в компании, в частности управление оборотным капиталом. Успешных примеров немного, но они все-таки были. В рамках этих примеров, как правило, создаются региональные сервисные центры, происходит объединение учетных систем и создание централизованных региональных центров.

ЭКСПЕРТ: *Какие аспекты реструктуризации не были затронуты в российской практике, но, на ваш взгляд, вполне возможно их практическое применение? Может быть, компании не смогли что-либо осуществить вследствие отсутствия финансовых, временных, человеческих ресурсов?*

ВИКТОР ОВСЯННИКОВ: В России не осуществляют реструктуризацию после слияний, либо приобретений компаний. А это крайне необходимо, потому что, когда сливаются слияние новые новых компаниикомпаний, — это очень болезненный процесс, и он должен быть правильно выстроен. В 90% таких случаев компании разваливаются вообще после того, как сделки завершены. Чтобы это предотвратить, мы предлагаем пакет услуг, направленных на изменение системы управления компанией после слияния. В России практически никто этим не занимается.

ЭКСПЕРТ: *Какие формы и методы реструктуризации не прижились в российской практике?*

ОЛЕГ ДАНИЛИН: Этот вопрос достаточно спорный. Дело в том, что российский рынок консультационных услуг перенасыщен, и наши коллеги уже дали компаниям много различных рекомендаций. И компании, наверняка, использовали все возможные методы и формы реструктуризации. Особенно это касается компаний среднего и мелкого бизнеса, с которыми проводили разного рода операции — их и укрупняли, и сокращали, делали все возможное. Меньший по сравнению с остальными методами эффект дала реструктуризация управления капиталом, потому что эта практика не была в России поддержана, прежде всего, на законодательном уровне. Также плохо прижился ре-инжиниринг бизнес— процессов в крупномасштабных холдинговых компаниях, просто потому, что это очень скрупулезный и долгий процесс, где существует целый комплекс задач, которые необходимо выполнить прежде всего самим компаниям..

ЭКСПЕРТ: *Каково на Ваш взгляд влияние реструктуризации на капитализацию? Не могли бы Вы привести несколько практических примеров?*

ВИКТОР ОВСЯННИКОВ: Конечно, оценить в процентах или в абсолютной сумме это невозможно. Причем влияние может быть как положительным, так и отрицательным. В качестве примера могу привести одну из российских компаний. Я не буду называть ее имя, просто перескажу саму ситуацию. Эта компания передала часть своих акций западной компании. При этом общая стоимость новой компании оценивалась в районе 45 миллионов долларов. Было проведено масштабное реструктурирование, после которого размещение компании произошло на сумму 300 миллионов долларов.

Материалы интервью с консультантами компании *PricewaterhouseCoopers*

Сергей Базоев



Сергей Базоев — директор группы по реструктуризации бизнеса PricewaterhouseCoopers в России. Сергей обладает более чем десятилетним опытом предоставления консалтинговых услуг. В 1994 г. он поступил на работу в PricewaterhouseCoopers (PwC) в России на должность менеджера, в 2002 году стал партнером фирмы и руководил оказанием услуг по управленческому консалтингу предприятиям индустриального сектора в Центральной и Восточной Европе. В 2002 году Сергей перешел на работу в IBM. С 2003 возглавляет группу по реструктуризации бизнеса PwC.

Сергей принимал участие в проектах по разработке стратегии, реструктуризации бизнеса, а также финансовой и управленческой реорганизации в компаниях. Руководил проектами с такими компаниями как ОАО «Газпром», «Русский Алюминий», РАО «ЕЭС России», Reemtsma, Cadbury Schweppes, «Лукойл Оверсиз».

До прихода в PricewaterhouseCoopers Сергей работал торговым представителем ряда промышленных и торговых итальянских компаний, действующих на территории бывшего СССР.

Александр Темкин



Александр Темкин — старший менеджер отдела корпоративных финансов в PricewaterhouseCoopers в Москве. Александр специализируется на вопросах реструктуризации бизнеса. Он уже более девяти лет консультирует компании в России и СНГ, США, Великобритании и других странах Центральной Европы в области финансов и хозяйственно-экономической деятельности. В частности, Александр руководил рядом проектов по анализу финансового и хозяйственного состояния предприятий, консультировал компании и их кредиторов по возможностям восстановления финансовой устойчивости, участвовал в разработке планов реорганизации бизнеса.

ЭКСПЕРТ: *Что такое реструктуризация в терминах PwC, какие виды реструктуризации бывают?*

СЕРГЕЙ БАЗОЕВ: Мы выделяем несколько видов реструктуризации. Первое — это реструктуризация финансовая, имеется, прежде всего, в виду реструктуризация пассивов баланса либо с целью снижения финансовой нагрузки, либо для улучшения ликвидности бизнеса. С учетом того, что в России очень мало финансовых инструментов, финансовая реструктуризация для большинства отечественных компаний довольно сложна. Второй тип реструктуризации — это организационная реструктуризация, что включает создание организационной структуры с подчиненными дивизионами, которые специализируются на каком-то виде деятельности. Третья — реструктуризация активов, с выходом и разделением на профильные и непрофильные виды бизнеса. Четвертый и пятый виды реструктуризации — это юридическая и налоговая.

ЭКСПЕРТ: *Если компания захотела увеличить эффективность своего бизнеса, и она обращается к консультанту, ваши первые шаги в этом направлении?*

СЕРГЕЙ БАЗОЕВ: При возникновении вопроса по реструктуризации, первое, о чем идет разговор — это о возврате средств на вложенный капитал. И здесь очень важно понять структуру активов, какая доля непрофильных активов у компании, это первое. Второе — это сколько временных ресурсов руководства уходит на управление той или иной категорией активов.

ЭКСПЕРТ: *Как компания может осуществить для себя выбор метода реструктуризации?*

СЕРГЕЙ БАЗОЕВ: Конечно, при выборе необходимо учитывать специфику деятельности своего бизнеса, международный опыт. Однако лучшим аргументом за выбор того или иного метода реструктуризации является построение так называемого financial business case, финансовой модели компании. После того, как она построена, становится понятно, что тот или иной метод реструктуризации даст в денежном выражении. И уж тогда менеджменту компании бывает тяжело пойти к акционерам и сказать, что я этого не сделал, хотя это нам дало бы 6 миллионов долларов дополнительной прибыли каждый год. Мы неоднократно проводили юридическую реструктуризацию, и в компаниях было очень много внутренних противников этому. А когда мы показали им, что, вот, доллар прибыли дошел до кармана акционера с потерей в два раза меньшей, нежели сейчас, то тут уже никакие ни социальные, ни политические доводы оказались не нужны.

ЭКСПЕРТ: *Насколько велики непрофильные активы для российских компаний по сравнению с мировой практикой?*

СЕРГЕЙ БАЗОЕВ: Они просто ужасны. На самом деле ведь и внутри производства очень много непрофильного. В свое время я был на Тульском машиностроительном заводе, там производили торговое оборудование. Мы спрашиваем у руководителей, производство ТЭНов, это у Вас профильные активы? Они говорят: да, мы их производим и считаем профильным направлением. При этом на Западе производство ТЭНов не является профильным, на предприятии, которое занимается производством печей. У них отдельно действуют высококачественные производители ТЭНов, которые могут поставить Вам любую деталь, и она будет поставлена в необходимое время, значит, в необходимом количестве, соответствующего качества. А у тульских машиностроителей этих непрофильных производств было подавляющее большинство.

ЭКСПЕРТ: *Эта проблема непрофильных активов, ведь можно убрать их, а можно оставить и управлять ими. Для российских промышленных компаний, что лучше?*

СЕРГЕЙ БАЗОЕВ: В каждом отдельном случае действовать надо очень осторожно. Как пример, «Лукойл». В прошлом году они проводили тендер на продажу своего подразделения, которое занималось бурением. И здесь нет такого принципа: продавайте все — это неправильно. Надо очень внимательно изучить инфраструктуру вокруг своих предприятий и понять, а не приведет ли эта продажа к снижению эффективности своего собственного профильного бизнеса? И здесь очень внимательно нужно оценивать, сможете ли вы обеспечить стратегическую независимость по ценам. Вот это очень важный аспект.

ЭКСПЕРТ: *Какие альтернативы существуют, кроме продажи непрофильных активов?*

СЕРГЕЙ БАЗОЕВ: Существует пять основных вариантов работы с непрофильными активами: немедленная продажа, продажа с предпродажной подготовкой, банкротство, вариант оставить данный актив в рамках компании, но с выделением в отдельное юридическое лицо, или вариант оставить его просто в рамках данной компании.

ЭКСПЕРТ: *Какие преимущества вы видите в глубокой специализации?*

СЕРГЕЙ БАЗОЕВ: Одно из них — это высокое качество продукции. Посмотрите, на итальянскую промышленность, большинство компаний узко специализированы. В свое время они закупили у нас электродвигатели без валов. И наши поставщики очень удивлялись, как можно поставлять электродвигатель без вала основного? А в Италии валы просто не были нужны, потому что итальянцы сами имеют десятки производителей валов разной модификации очень высокого качества. Правда, чтобы прийти к такой специализации Италии потребовались десятилетия.

ЭКСПЕРТ: *Если мы говорим о профильных и непрофильных активах, как часто в российских компаниях профильные активы являются донорами, а непрофильные реципиентами?*

СЕРГЕЙ БАЗОЕВ: Это происходит постоянно. В начале прошлой недели я встречался со старшим вице-президентом крупной российской компании, и она мне сказала, что у них есть основной бизнес и еще 40 непрофильных предприятий. По ее словам, каждый день приходят представители этих компаний и просят по два, по три миллиона. И это разные компании, начиная от транспортных предприятий и заканчивая сельскохозяйственными комплексами, вплоть до производства хлеба.

ЭКСПЕРТ: *Насколько нефтяники активно проводят политику по управлению непрофильными активами?*

АЛЕКСАНДР ТЕМКИН: Для крупных российских нефтяных компаний работа с непрофильными активами — это обязательное домашнее задание. Потому что во многом акционерная стоимость этих компаний зависит от того, насколько компания эффективна в управлении и насколько прозрачна структура ее активов. Да и западным контрагентам с ними становится проще разговаривать, когда соответствующий баланс не обременен или обременен в меньшей степени какими-то производственными подразделениями, которые ничего общего не имеют с традиционным нефтегазовым бизнесом.

ЭКСПЕРТ: *Какие успешные проекты по реструктуризации были осуществлены в мире за последние 10 лет?*

АЛЕКСАНДР ТЕМКИН: Приведу пример из нашей практики. Крупнейшая металлургическая компания Словакии являлась собственностью частных акционеров и правительства Словакии и в конце 1998 года объявила дефолт по кредитам на общую сумму свыше 500 миллионов долларов при обороте в 1 миллиард 400 миллионов долларов. PricewaterhouseCoopers была привлечена банками-кредиторами для содействия в анализе ситуации, а также возможной финансовой и операционной реструктуризации. За два последующих года эта компания была преобразована из убыточного предприятия с отрицательными денежными потоками в прибыльный бизнес, и ее финансовая задолженность перед банками была реструктурирована без каких-либо финансовых потерь для кредиторов. При этом часть непрофильных активов была продана, включая и футбольный клуб, и комбинат общепита, и жилые комплексы для работников (переданы муниципалитету). На завершающем этапе реструктуризации эта компания была продана стратегическому инвестору и на сегодняшний момент является его самым прибыльным подразделением.

Материалы интервью с управляющим партнером «Про-Инвест Консалтинг»

Александр Идрисов



1959 г.р., основатель российской консультационной компании «Про-Инвест Консалтинг»; осуществляет контроль качества в проектах и занимается оказанием консультационных услуг, профессиональными тренингами и обучением руководителей предприятий.

Имеет опыт руководства более 50 консультационными проектами. экс-президент Гильдии инвестиционных и финансовых аналитиков (ГИФА) и представитель от России в Совете директоров Европейской федерации объединений финансовых аналитиков (EFFAS) и в Совете директоров Ассоциации сертифицированных международных инвестиционных аналитиков» (АСИА).

Автор монографии «Стратегическое планирование и анализ эффективности инвестиций» и десятков публикаций в журналах «Эксперт», «Управление компанией», «Рынок ценных бумаг», газете «Экономика и жизнь» и других СМИ по вопросам повышения эффективности управления российскими компаниями, повышения стоимости бизнеса, повышения инвестиционной привлекательности и привлечения инвестиций.

ЭКСПЕРТ: *Какие формы реструктуризации существуют на практике?*

АЛЕКСАНДР ИДРИСОВ: Имеются два основных подхода к реструктуризации. Они сильно отличаются друг от друга. Первый нацелен на приведение масштаба бизнеса в соответствие с реальной ситуацией. Этот подход используется, когда компания находится в кризисной ситуации. Как правило, текущие операции компании убыточны, она не в состоянии покрывать свои издержки и имеет значительные долговые обязательства. В этом случае все действия должны быть направлены на решение главной задачи — в кратчайшие сроки прекратить генерацию убытков. Придя в компанию, команда антикризисных менеджеров предпринимает довольно простые и жесткие действия: сокращает портфель продукции, отдавая предпочтение только прибыльным; снижает издержки, сокращая масштаб бизнеса до размера, соответствующего реально существующему эффективному спросу. Также реализуются программы стимулирования продаж, включая: фокусирование на наиболее значимых целевых сегментах, реорганизацию системы дистрибуции, проведение изменений в подразделениях маркетинга и сбыта. Другими словами, менеджмент осуществляет действия, которые не приводят к существенным изменениям в стратегии компании, а улучшает эффективность существующих операций, пытаясь «выжать» из этого актива максимум, чтобы он стал прибыльным.

ЭКСПЕРТ: *Какой второй тип реструктуризации?*

АЛЕКСАНДР ИДРИСОВ: Второй тип реструктуризации связан с возможностью стратегического репозиционирования компании. Встречаются ситуации, когда дальнейшее сокращение затрат может привести к гибели бизнеса, а рост продаж невозможен. Другими словами, существующая модель бизнеса имеет существенные стратегические проблемы, ограничивающие возможности для повышения эффективности операций без пересмотра стратегии. При реализации второго типа реструктуризации происходит репозиционирование и изменение старой модели бизнеса, для нее наступает новая жизнь, находят новые инвестиции. Собственнику такой компании предлагается осуществить дополнительные инвестиции в бизнес для проведения стратегических изменений. Мы говорим: лучше вложи еще 20 миллионов, проведи реструктуризацию и тогда ты сможешь продать свой бизнес за сто, а сегодня — только за 5. К этому типу реструктуризации относятся и такие случаи, когда потенциал роста стоимости компании неочевиден и консультанты помогают его раскрыть.

ЭКСПЕРТ: *На что ориентируются инвесторы при покупке компании?*

АЛЕКСАНДР ИДРИСОВ: Инвесторы покупают акции в ожидании роста стоимости. Если ты можешь продемонстрировать инвесторам убедительные доказательства, включая: эффективную стратегию роста, адекватную и работоспособную бизнес-модель, квалифицированный менеджмент, то инвестор уже может сделать вывод, что у этой компании есть потенциал роста. Если у компании нет ясной стратегии, инвестор начинает оценивать ее не как бизнес, а как набор активов, отягощенных обязательствами. Ведь приобретая бизнес, инвестор оценивает потенциал бизнеса на некоторую временную перспективу, а если стратегия не сформулирована, то и перспектива развития бизнеса непонятна.

ЭКСПЕРТ: *Что Вы думаете о проблеме непрофильных активов?*

АЛЕКСАНДР ИДРИСОВ: Управление непрофильными активами — это вопросы корпоративной стратегии. При разработке корпоративной стратегии необходимо определиться, какие бизнесы должны быть в портфеле, чтобы обеспечивать максимальный потенциал роста стоимости корпорации в целом. Необходимо концентрироваться на тех бизнесах, которые имеют высокий потенциал создания стоимости и синергетически соответствуют основному бизнесу корпорации. Если в портфеле существуют «разрушители стоимости», то, как правило, их планомерно выводят из портфеля. Либо принимают решение их продать, либо репозиционировать, подготовив к продаже, изменив ситуацию.

ЭКСПЕРТ: *За счет чего корпорации могут усилить свое конкурентное преимущество на рынке?*

АЛЕКСАНДР ИДРИСОВ: Я бы выделил три основных источника. Первый — за счет сильной конкурентной позиции бизнес-единиц, включая эффективное позиционирование и наличие реальных источников конкурентных преимуществ (уникальных активов, компетенций и стратегических связей). Второй — за счет правильно составленного бизнес-портфеля. В корпоративном портфеле должны находиться такие активы, которые дополняют и усиливают эффективность друг друга. Это необходимо, чтобы происходило некое горизонтальное взаимодействие. Третий источник связан с деятельностью корпоративного центра. Ведь корпоративный центр способен эффективно инкорпорировать возможности, которые возникают на рынке. При этом корпоративный центр должен добавлять больше, чем затраты на его содержание.

ЭКСПЕРТ: *Почему вы считаете, что проблема «выхода» из бизнеса сейчас является наиболее актуальной?*

Как говорит один из наших клиентов: «Есть два основных сценария. Первый, — умереть на вечной стройке. Второй, — уйти из бизнеса с деньгами». Тема, может быть, не самая приятная, но думать об этом необходимо. Когда и как произойдет выход из бизнеса? Полностью или частично? Ответы на эти вопросы зависят от типа бизнеса, отрасли, тенденций консолидации, условий инвестирования в стране и отрасли. Также следует учитывать личные предпочтения собственника. Кто-то готов работать на собственном предприятии до конца жизни и полагает, часто наивно, что его дети будут работать на этом предприятии также как он. Кто-то понимает, что за десять лет отрасль может радикально измениться и необходимо быть готовым к выходу. Кто-то просто устал и предпочитает продать свой бизнес и инвестировать деньги в другое. Несмотря на то, что шаблонного решения нет, каждый здравомыслящий собственник ставит перед собой главную цель — сделать свой бизнес ценным и ликвидным, чтобы в любой момент можно было бы превратить его в наличные деньги.

А что для этого нужно сделать? Существует несколько способов: продажа стратегическому инвестору, продажа менеджменту или IPO. Но обычно на этой стадии публичного размещения акций компания уже является лидером рынка или одним из ведущих игроков. И выходит она на публичный рынок не столько для того, чтобы привлечь финансирование, сколько для того, чтобы обеспечить ликвидность. Ведь акции этой компании будут находиться в свободном обращении на рынке, что позволит получать их адекватную оценку и, соответственно, продать в любой удобный момент.

Когда сейчас инвестор покупает акции компании, он задает себе 4 вопроса. Первый: каков потенциал роста стоимости? Второй: каков там менеджмент? Третий: корпоративное управление, существует ли возможность влияния на принятие решений? И четвертый: существует ли реалистичный механизм выхода из бизнеса? И если профессиональный инвестор не видит реалистичного механизма выхода из бизнеса, то он никогда не примет решения в него входить.

Материалы интервью с младшим партнером McKinsey Михаилом Шамолиным

ЭКСПЕРТ: *Как, на ваш взгляд, грамотнее спланировать процесс реструктуризации для крупнейших промышленных российских компаний?*

МИХАИЛ ШАМОЛИН: Сама по себе реструктуризация не несет какого-то смысла. Делать реструктуризацию ради реструктуризации? Нет, просто люди пытаются повысить стоимость своей компании и для этого применяют различные способы.

Если мы говорим о реструктуризации, то на практике это означает разделение бизнесов, разделение их отчетности, управления этими бизнесами таким образом, чтобы было понятно, сколько бизнес зарабатывает, на каких рынках он играет, какие у него конкуренты, какие перспективы? Ведь в российских компаниях очень часто бывает по несколько видов бизнесов. И нет ни прозрачной отчетности, ни четкого учета. И получается, что один бизнес, который зарабатывает больше, должен спонсировать другой, который зарабатывает меньше или вообще не зарабатывает.

При этом для собственника и менеджмента, самое главное — понять, насколько этот бизнес зарабатывает или не зарабатывает деньги. Если они сумеют это понять с точки зрения управленческой отчетности, тогда мы можем уже принимать решение: зарабатывает ли этот бизнес достаточно, по нашим требованиям, возвратного капитала или он зарабатывает недостаточно. Если он зарабатывает недостаточно, можем ли мы каким-то образом повысить его эффективность: увеличить продажи, понизить затраты? Или не можем, и тогда его нужно продавать или еще что-то с ним делать.

ЭКСПЕРТ: *За счет чего достигается повышение стоимости компании, в том числе многопродуктовой, ведь большая часть компаний в России — это многопродуктовые компании?*

МИХАИЛ ШАМОЛИН: Если у нас есть некий конгломерат бизнеса, то первое что мы делаем, это разделяем его отчетность. Вы знаете, что из 5 бизнесов два теряют деньги, а три их зарабатывают. Даже просто путем сокращения убытков этих двух бизнесов и вывода их на какую-то прибыль, мы уже повышаем свою стоимость, хотя бы на ту сумму, которую мы получаем за счет сокращения этих потерь. Если мы их продаем, опять же мы повышаем свою стоимость.

Конечно, все зависит от конкретной ситуации. Если, например, ваш бизнес с учетом вашего портфеля очень и очень прибыльный, и с дальнейшим развитием этого бизнеса мы видим, что ничего не изменилось, никакого изменения стоимости не происходит. А изменение стоимости появляется тогда, когда у инвесторов появляется ожидание большего возврата от тех или иных бизнесов. То есть, инвестор смотрит и видит: вот менеджмент делает такой-то шаг, это означает, что потенциал у бизнеса вырос, что можно больше зарабатывать, там, что есть перспектива.

ЭКСПЕРТ: *Как определить, какой бизнес является профильным для компании, а какой нет?*

МИХАИЛ ШАМОЛИН: Менеджмент сам решает, какой бизнес для них профильный, какой — непрофильный. Как пример, можно взять большую металлургическую компанию, очень большую, понятно, что производство стали и стального проката — это для них профильный бизнес. Ну, тут же начинаются вопросы, а ремонтные цеха и ремонтные службы при предприятии — профильные или непрофильные? Аргументов и за тот, и за другой вариант много. Правда, есть и совсем непрофильные бизнесы. Например, производство автомобилей — точно непрофильный бизнес, производство хозяйственного мыла у стального комбината — точно непрофильный бизнес.

ЭКСПЕРТ: *На ваш взгляд, какой бизнес эффективнее монопродуктовый или многопродуктовый?*

МИХАИЛ ШАМОЛИН: На верхнем уровне абстракции такие заключения делать не очень корректно? Все зависит от того, как управляется компания или конгломерат компаний. Если я, например, являюсь директором стального комбината и попутно занимаюсь производством деталей для летающих тарелок, унитазов, то я, скорее всего, не буду успевать руководить всем сразу, и мой комбинированный бизнес будет недостаточно прибыльным.

Если же я, к примеру, являюсь главой холдинговой компании или корпоративного проекта, у которого бизнес-единица — металлургический бизнес, бизнес-единица — унитазы, бизнес-единица — летающие тарелки, тогда у меня все три бизнеса могут быть очень и очень прибыльными.

Или другой вариант, если у меня в каждом из этих бизнесов сидит очень грамотный менеджер. Когда у меня в каждом из этих бизнесов есть грамотная команда, специализирующаяся в своей рыночной нише, и я, как корпоративный центр еще создаю добавленную стоимость за счет выполнения стратегических функций, то это тоже может быть чрезвычайно прибыльный, чрезвычайно интересный бизнес.

ЭКСПЕРТ: *В ходе реструктуризации многие компании на Западе стремятся к сокращению издержек, в том числе и за счет увольнения персонала. Как Вы считаете, насколько сейчас распространена в России эта практика, потому что еще в середине 90-х годов увольнения были явлением повседневным?*

КОНСУЛЬТАНТ: Те компании, с которыми я работаю, очень неохотно сокращают персонал. Вполне возможно, это из-за того, что себестоимость рабочей силы пока у нас очень низка и составляет не очень большую долю в общей себестоимости. При сокращениях также возникает много сложностей, ну, а выгода в итоге не очень большая. И, последнее, что хотелось бы в связи с этим отметить — это то, что система оборудования на российских компаниях требует присутствия гораздо большего количества людей, чем на Западе.

Поэтому российские компании сейчас идут в основном по пути оптимизации производства путем сокращения расходов материалов, расходов энергии, повышения производительности. Очень много таких примеров.