



**ДОКТОР АРИЭЛЬ
СЕРДЖИО
ГЕКМЕН-
ДАВИДОФФ**

— магистр права
в юридической фирме
Lindemann (Цюрих).

СЕМЬЯ НА БИРЖЕ

ВЫВЕДЕНИЕ ЧАСТНОЙ СЕМЕЙНОЙ КОМПАНИИ НА ФОНДОВУЮ БИРЖУ – ЗДРАВОО РЕШЕНИЕ ПРИ ПЛАНИРОВАНИИ ПРЕЕМСТВЕННОСТИ. И РАЗМЕР СЕМЕЙНОГО БИЗНЕСА ЗДЕСЬ НЕ ИМЕЕТ БОЛЬШОГО ЗНАЧЕНИЯ, НАСТАИВАЕТ АРИЭЛЬ СЕРДЖИО ГЕКМЕН-ДАВИДОФФ.

Большинство россиян, похоже, имеют однобокий, негативный взгляд на семейные фирмы. Это связано с тем, что фильмы и книги укрепляют негативное мнение о происходящем внутри таких компаний. Однако, согласно отчету Credit Suisse, семейные компании неизменно показывают лучшие результаты на фондовом рынке по сравнению с предприятиями, организованными на других принципах. Семьи, владеющие бизнесом, обычно занимают более осторожную позицию, когда речь идет об инвестициях, – семейное дело ближе к их сердцу. Кроме того, они реинвестируют в свою компанию на более долгосрочную перспективу по сравнению с фирмами во главе с наемными менеджерами. Важно учитывать наступление момента, когда владельцу, который может быть представителем старшего поколения, пора задуматься о передаче ответственности в более молодые руки.

Для решения этой задачи есть несколько основных подходов. Так, назначение представителей молодого поколения семьи в исполнительное руководство семейной фирмы на место представителей старших поколений, которые переходят на неисполнительные позиции в совете директоров. Если более молодое поколение семьи не желает активно участвовать в успехе своей компании, к ее руководству может быть привлечен сторонний менеджмент или на руководящие должности могут быть продвинуты управленцы с более низких уровней. В этом случае семья становится финансовым инвестором и, как правило, входит в совет директоров своей фирмы, отвечая за долгосрочную стратегию ее развития. Если никто из членов семьи не желает входить в совет директоров – например, из-за переезда на пенсию за границу, увлеченности своим хобби, при отсутствии заинтересованных наследников, их преждевременной смерти или

недееспособности, – может быть предусмотрена продажа семейной компании. Есть примеры удачных сделок такого рода, когда наемному менеджменту позволяли вступить в права собственности компанией и заплатить семье оговоренную сумму в течение более-менее длительного срока. Как вариант, фирма может быть продана, к примеру, более крупному конкуренту. Или фирма может быть выведена на биржу, а ее акции проданы через IPO. Одно из преимуществ листинга на фондовой бирже – возможность привлечь ликвидность, чтобы расплатиться с незаинтересованными наследниками. Другое – в том, что те из членов семьи, которые все еще участвуют в делах своей фирмы, могут продолжить это на любом уровне, в том числе в правлении. Особенно если они продолжают владеть большей частью акций. В наше время семейные компании любой величины котируются на биржах по всему миру. Вклад только 500 лучших из них в мировой ВВП составляет около 6,5 трлн долларов.

Это примерно вчетверо больше всей экономики России. На них работают около 21 млн человек, что примерно равняется всему трудоспособному населению Узбекистана или Испании. Среди них много общеизвестных компаний, таких как BMW, IKEA, Ford, Nike, Richemont и Roche, а также тысячи не столь известных имен. Но в этой статье мы рассмотрим примеры небольших семейных фирм с оценкой после IPO до 500 млн евро.

ПОД ДАВЛЕНИЕМ

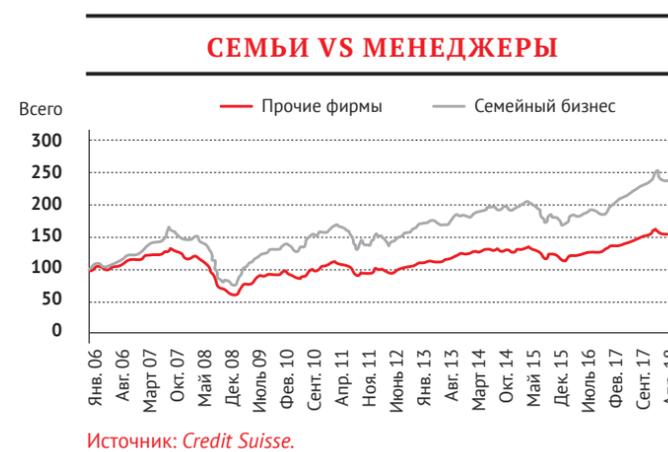
Небольшие семейные предприятия тоже могут стать публичными. Например, в марте 2016 года семья Уоткин Джонс разместила на Лондонской фондовой бирже акции компании Watkin Jones (учреждена в 1791 году), после чего рыночная капитализация этого предприятия составила 255 млн фунтов стерлингов (около 330,4 млн долларов). Сегодня компания стоит 626 млн фунтов стерлингов (811,1 млн долларов). Это на 145 % больше, чем в день листинга. Компания Watkin Jones – это девелоперский бизнес, находящийся в собственности семьи на протяже-

нии жизни уже девяти поколений. В 2003 году Марк Уоткин Джонс, который начал работать в семейной фирме в 1990 году, сменил на посту управляющего директора своего отца Глина. Тот занял место в совете директоров, где проработал до выхода на пенсию за месяц до IPO.

Марк считал, что выход на биржу придал фирме размах и позволил им по-настоящему развивать бизнес. «Это дает чувство цели. Если у вас уже успешный бизнес, как развивать его дальше? Нужен новый вызов, вы находитесь под давлением, потому что нужно достигать, продолжать улучшать и выдвигать новые идеи», – рассказал он в интервью после IPO.

На IPO семья Уоткин Джонс продала акции на сумму 46 млн фунтов стерлингов (59,6 млн долларов). Кроме того, компания привлекла 85,5 млн фунтов стерлингов (110,8 млн долларов) нового капитала. В том числе 15,3 млн фунтов стерлингов (19,8 млн долларов) от собственного руководства. После IPO семья продала еще 18,5% компании на сумму 69 млн фунтов стерлингов (89,4 млн долларов),

чтобы удовлетворить высокий спрос инвесторов. Сейчас она владеет 30% акционерного капитала и собирает выгоду из недавнего увеличения промежуточных дивидендов вместе со всеми новыми акционерами. Есть много других примеров компаний меньшего масштаба, где семьи предпочли сохранить контроль. Для выхода семейных компаний на IPO резоны существенны. Во-первых, это возможность для молодого поколения оставить свой след в компании. Зачастую считается, что для родителей в семейной компании вывод ее на биржу довольно трудный поступок, если бизнес успешен. Тем не менее можно утверждать, что листинг позволяет молодому поколению, часто хорошо образованному и подкованному в вопросах финансов, использовать рынок и современные возможности финансирования для развития семейной компании. Во-вторых, это шанс придать импульс роста и мотивация к прогрессу компании. Новый катализатор ее усилий, подтверждение успеха. В-третьих, это модернизация организации, мотивирование ее сотрудников. Размещение на бирже может фактически ускорить развитие семейной компании: оно в еще большей степени профессионализирует бизнес, мотивирует руководство и сотрудников с помощью акций, опционов. Это создает правильные системы контроля и управления для удовлетворения требований регулирующих органов. В-четвертых, это способ привлечь капитал развития с меньшей нагрузкой для семьи или даже вовсе без нее, более дешевое долговое финансирование. С доступом к новым источникам акционерного финансирования компания больше



не должна привлекать ресурсы (исключительно) у семьи. С новым уровнем прозрачности и предсказуемости бизнес способен получить более дешевое долговое финансирование.

В-пятых, это возможность обеспечить ликвидность компании, варианты выхода и прекращения внутрисемейных оценок и споров об управленческой компетентности. Члены семьи, желающие выйти из бизнеса, смогут это сделать через открытый рынок, а не за счет выкупа своих долей родственниками. Такой подход снижает риск внутрисемейных споров. Сам рынок определяет компетентность семейных менеджеров, снижая риск разногласий в семье.

В-шестых, IPO ведет к повышенной прозрачности. Для оценки рисков, связанных с инвестированием в семейный бизнес, внешние инвесторы изучают, насколько сформирована управленческая команда. Это, в частности, тот случай, когда исполнительное руководство состоит из членов семьи. Инвесторы хотят видеть готовность семьи быть прозрачной, посвящать время общению с инвесторами в долгосрочной перспективе. Что не нравится внешним инвесторам, так это кумовство. Напротив, им импонируют квалификация, набор нужных компетенций и опыт у высшего руководства. Инвесторы будут тщательно изучать намерение семьи сохранять контроль над бизнесом или отказаться от него в течение определенного периода и/или сроков для продажи своей доли в компании до установленного уровня или до полного выхода из бизнеса. Так что приверженность семьи своей фирме играет известную роль.

МАСШТАБ И РЫНОК

Насколько масштабным должно быть IPO семейной компании? Например, на европейской бирже Euronext за последние пять лет было проведено более 250 публичных размещений акций предприятиями малого и среднего бизнеса. Всего на бирже размещены акции 930 компаний с совокупной рыночной капитализацией 130 млрд евро. То есть в среднем около 140 млн евро на одну компанию, вышедшую на IPO. В то же время среди них оказалось только около 15 компаний, рыночная стоимость которых не превысила 25 млн евро. С 2013 года 24 семейных бизнеса вышли на IPO, а более 240 предприятий с совокупной рыночной капитализацией свыше 1 млрд евро разместили свои акции на бирже Euronext. Выбор биржевой площадки для размещения во многом зависит от того, является ли бизнес ориентированным преимущественно на домашний рынок или же на международную арену, имеет ли он определенную связь с конкретными географическими территориями. Это не означает, что российская компания может торговаться только в России. К примеру, на Лондонской фондовой бирже торгуются акции более 100 компаний из Российской Федерации и стран СНГ с совокупной рыночной капитализацией более 600 млрд долларов.

НА ПУТИ К IPO

Приступая к подготовке к первичному размещению, любая компания должна учитывать несколько важных обстоятельств. Подготовка к IPO – сравнительно длительный процесс. В нормальных обстоятельствах он должен начинаться за 24–36 месяцев до момента предполагаемого выхода на

биржу. Также это самый тщательный процесс «наведения порядка» в семейной компании. По его завершении семья получает более оптимизированный, гибкий и ориентированный на производительность бизнес. Обычно улучшаются механизмы управления и контроля, повышается прозрачность бизнеса. Подготовка к IPO – это еще и процесс, который открывает перед семьей наиболее широкий спектр альтернатив и гарантирует высочайшую степень гибкости, в случае если они захотят применить многоплановый подход – к примеру, IPO/слияние и поглощение / стратегическое партнерство / частное финансирование от внешних инвесторов. Подготовка к IPO в конечном счете улучшает видимость компании, положительно влияет на оценку и повышает вероятность любого события ликвидности. Решение о выходе на биржу должно иметь четкое и веское основание для инвесторов. Компании необходимо обосновать свою уникальную торговую позицию (USP) и положение по отношению к конкурентам и сопоставимым компаниям, уже котирующимся на бирже. Подготовка к IPO требует внедрения соответствующего финансового планирования с реалистичными целями. Руководству компании предстоит научиться улучшать качество бюджетов и прогнозирования, а также давать рекомендации по доходам. В процессе может потребоваться реструктуризация или реконфигурация отдельных бизнес-единиц, корпоративная настройка. Слишком сложные корпоративные структуры и подразделения без взаимодействия с основным бизнесом могут помешать будущему пониманию и конкурентоспособности

компании, ее оценке и воспринимаемой прозрачности. На этом этапе необходимо внедрение высоких стандартов ведения бизнеса, включая соответствующие внутренние процессы и контроль. В том числе переход на международные стандарты бухгалтерской отчетности подразумевает, если применимо, налоговую документацию, ввод системы выплат компенсации на основе доли собственности в компании, разделение конфиденциальной и публичной информации, внедрение четких правил корпоративного управления. Оценка компании на IPO основывается на рыночной стоимости уже торгуемых на бирже конкурентов, а не на сделках по слиянию и поглощению. Семейным собственникам бизнеса часто проблематично это осознать, особенно если аналогичный бизнес ранее не проходил через финансирование от внешних инвесторов, предшествующее IPO.

ВЫБОР КОНСУЛЬТАНТА

Экосистема IPO компании состоит из банкиров или брокеров, бухгалтеров, аудиторов, юристов, консультантов по финансовым коммуникациям и, конечно, специалистов на фондовой бирже. Обычно одна из этих категорий специалистов возглавляет процесс, это могут быть консультанты самой биржи, семейный юрист, семейный банк. Важно, чтобы партнер хорошо понимал компанию и семью. В случае неудачи с IPO будет сложно перезапустить процесс.

ДЛИТЕЛЬНОСТЬ ПРОЦЕДУРЫ

Процедура IPO в младшем сегменте рынка, как в случае с Watkin Jones, может занять всего 12 недель на европейской бирже Euronext или на Лондонской фондовой бирже.

Младшие сегменты предназначены для небольших компаний, которые нуждаются в гибкости и поддержке со стороны своих постоянных консультантов. Следует обратить внимание на то, что не все фондовые биржи имеют данный сегмент. Процедура IPO в основном сегменте рынка обычно занимает больше времени. Необходимо закладывать 12–18 месяцев на подготовку и 6–9 месяцев на саму процедуру первичного размещения. Как правило, более поздний процесс начинается с оценки готовности аудиторской компанией, в то время как определение цены размещения происходит на завершающем этапе этого процесса. Проведение IPO на российских фондовых площадках возможно, и эта процедура хорошо прописана.

СТОИМОСТЬ IPO

Существуют две составляющие расходов, связанные с процедурой размещения и его успехом. От процесса зависят оплата работы юристов, бухгалтеров, корпоративных финансистов и других специалистов. Чем больше подготовительной работы будет выполнено семьей до начала процедуры IPO, тем меньше вероятность высоких счетов за изменения, поправки и работу в условиях ограниченного времени в процессе размещения. С успехом в основном связана плата за привлечение средств. Ее размер сильно зависит от суммы, которую нужно привлечь в процессе размещения, и от текущих ставок вознаграждения в месте, где проходит размещение. Как правило, плата за привлечение средств, или андеррайтинг, для компаний составляет около 4–7%, в то время как юридические издержки и другие связанные с этим

расходы составляют около 4 млн долларов. Публичность компании позже означает дополнительные издержки, связанные с поддержанием этого статуса. Их можно оценить в 1–2 млн долларов – расходы на аудит, юридическое сопровождение, соблюдение требований и коммуникацию, поскольку придется придерживаться нормативных сроков в определенном формате. В заключение подчеркнем актуальность этой темы для российских частных компаний. По данным PwC, сегодня каждая вторая из них планирует продажу бизнеса или первичное размещение. Собственники и семьи, владеющие бизнесом, особенно в среде с низкими процентными ставками, которая преобладает в мире, считают, что IPO следует принимать во внимание даже – и в особенности – тогда, когда они хотят продолжать участвовать в бизнесе. Только подготовка сама по себе подразумевает изменения, которые нравятся предпринимателям: она позволяет выкупить долю отдельных членов семьи, наращивать и расширять бизнес благодаря дополнительному притоку капитала, получить новые стимулы для работы. Если же в процессе подготовки к IPO выяснится, что семья не хочет вывести свою компанию на биржу, это время тоже не будет потрачено зря. Весь процесс размышлений о будущем, преемственности, организация, рационализация и объединение всех фактов, анализ воздействия, прогнозирование с четким и привлекательным инвестиционным обоснованием и конкурентное позиционирование добавляют стоимости фирме и ее владельцам. Так или иначе, нужна подготовительная работа. Поэтому давайте начинать уже сегодня. **S**