



От частного к общему

Андреас Беруцос, Конор Кихо, Эндрю Фримен

Чтобы успешно конкурировать с частными фирмами, публичным компаниям нужно усовершенствовать свою систему управления.

Чем сильнее становится сектор прямых инвестиций, тем больше о нем говорят. В ноябре 2006 г. британское Управление по финансовым услугам официально заявило о том, что фонды прямых инвестиций подвергают себя все большим рискам: они замахиваются на все более крупные активы и в результате берут на себя тяжелое долговое бремя. Похоже, в секторе, насчитывающем совсем немного игроков, начался период избыточности — об этом свидетельствуют доходы, которые фонды ежемесячно получают от закрытия сделок. Многие из них уже понимают, что заглотели больше, чем в состоянии переварить. И все же не стоит думать, что публичные компании могут спокойно вздохнуть: угроза со стороны фондов прямых инвестиций по-прежнему велика.

В самом деле, как показывает исследование McKinsey, за изученный период три четверти фондов прямых инвестиций не обеспечивали лучших, чем фондовый рынок в целом, результатов. Но четверть самых сильных фондов обогнули рыночные индексы и, кроме того, были значительно более результативны, причем этот разрыв сохранялся на протяжении долгого времени.

Андреас Беруцос (Andreas Beroutsos) — партнер McKinsey, Нью-Йорк
Конор Кихо (Conor Kehoe) — партнер McKinsey, Лондон
Эндрю Фримен (Andrew Freeman) — консультант McKinsey, Лондон

В чем причины успеха фондов прямых инвестиций? Высокую результативность какими-то особыми талантами их менеджеров не объяснить, хотя именно так часто и думают. Мы изучали сделки фондов прямых инвестиций стоимостью свыше 100 млн долл. и выяснили, что очень немногим фондам удавалось купить активы по цене меньше рыночной. Так что деловая хватка тут ни при чем. Рыночный механизм вполне эффективен, а самые важные активы, проданные фондам прямых инвестиций, предлагались относительно широкому кругу покупателей. Скорее даже фонды переплачивают за свои приобретения, стремясь победить конкурентов из числа стратегических покупателей. Неправильно также считать, что фонды прямых инвестиций зарабатывают большую часть своих доходов в то время, когда рынок находится на подъеме или когда какие-то его сегменты развиваются быстрее других. На самом деле причина их успеха — а ее-то обычно и не замечают — в том, как они управляют компаниями, которыми владеют. Вот в чем их сила, и вот в чем, безусловно, им проигрывают публичные компании.

Активные собственники: фонды прямых инвестиций

Чтобы понять, в чем именно выражается преимущество фондов прямых инвестиций, мы изучили данные 60 сделок, заключенных двенадцатью крупнейшими фондами, и провели интервью с участниками этих сделок, то есть с представителями фондов в приобретенных ими компаниях. Мы спросили их, сколько времени они тратят на «свои» компании, какие ресурсы у них есть и как они их используют, а затем сравнили их ответы

Причина успеха фондов прямых инвестиций — а ее-то обычно и не замечают — в том, как они управляют компаниями, которыми владеют

с ответами генеральных директоров этих же компаний. Потом мы выявили зависимость между моделью управления фонда приобретенными компаниями и величиной стоимости, созданной сверх того, что можно было бы получить, инвестировав средства в акции аналогичных компаний,

торгующихся на открытом рынке. Результаты нашего анализа показывают, что лучшие сделки пришлись на долю лучших фондов прямых инвестиций. Этот вывод может быть полезным для тех руководителей публичных компаний, которые хотят улучшить показатели своих организаций.

Мы обнаружили, что самые сильные фонды прямых инвестиций как собственники контролируют деятельность менеджмента и таким образом стабильно обеспечивают высокую результативность. Этим они выгодно отличаются от публичных компаний и от менее преуспевающих фондов.

Прежде чем купить компанию, лучшие фонды тщательнейшим образом изучают положение дел в ней. Как выяснилось, после приобретения «выдающиеся» компании управляются совсем не так, как просто «хорошие». И особенно разница в модели управления очевидна при сравнении «выдающихся» компаний с традиционными публичными, где размыты доли первичных акционеров, генеральные директора всемогущи, а у неисполнительных часто нет ни штата аналитиков, ни бюджета, чтобы нанимать внешних консультантов, и поэтому они вынуждены довольствоваться лишь теми данными, которые им предоставляет менеджмент.

Лучшие фонды прямых инвестиций в целом более эффективно контролируют свои инвестиции. Доходы менеджеров компаний, принадлежащих этим фондам, выше, чем где бы то ни было: фонды идут на это, чтобы менеджеры были не меньше них заинтересованы в процветании бизнеса. Но фонды не только уделяют много времени налаживанию эффективного управления; они также проводят исследования, чтобы иметь собственный взгляд на курс развития компании, и, владея контрольным пакетом, ускоряют процесс принятия решений представительским голосованием. Первые три месяца после совершения сделки представители самых сильных фондов прямых инвестиций уделяли половину своего времени делам приобретенных компаний (и обычно находились в их офисах), а остальные, то есть их менее активные и не столь преуспевающие конкуренты, — лишь 15%.

Кроме того, представители самых сильных фондов работали вместе с группами аналитиков, тогда как остальные — сами по себе. Первые формировали собственный взгляд на то, каким образом компании могут создавать стоимость, проверяли или корректировали гипотезы, выдвинутые при подготовке сделки — на этапе *due diligence*. Вторые обычно утверждали или комментировали планы, представленные менеджментом компаний. Первые входили в тесный контакт с руководством компаний (зачастую задолго до завершения сделки) и потому могли быстро провести необходимые кадровые перестановки. Вторые также заменяли менеджеров, но гораздо позже. Наконец, первые оценивали эффективность работы компаний по операционным показателям (обычно увязанным с планами создания стоимости), а вторые в большей степени полагались на стандартные финансовые показатели.

На наш взгляд, таким отношением к делу и активным поведением — поведением настоящего собственника — лучшие фонды прямых инвестиций и отличаются от публичных компаний и менее сильных фондов, и все они по-разному понимают, что такое «хорошее управление». Интересно, что при этом фонды прямых инвестиций в своей работе ориентируются на более длительные сроки — пятилетки здесь

обычное дело, — чем публичные компании, вынужденные ежеквартально демонстрировать рынку свои успехи.

Фактически сейчас лучшие фонды прямых инвестиций применяют методы управленческого арбитража, а не финансового инжиниринга или игры на разнице цен (ценового арбитража), которые доказали свою прибыльность в период становления отрасли. Лучшие фонды умеют навести порядок в компаниях, где не отлажена система корпоративного управления (взаимодействие собственников и управленцев). Возможности и потенциал фондов прямых инвестиций в этом отношении столь велики, что, на наш взгляд, этот сектор сохранит или даже укрепит свои позиции и будет действовать параллельно со зрелыми рынками ценных бумаг. А снова довольствоваться минимальной рентабельностью инвестиций ему придется лишь в том случае, если резко возрастет эффективность управления в публичных компаниях.

Разумеется, механизм прямых инвестиций далеко не совершенен, хотя он и способствует развитию отлаженной, хорошо мотивированной, профессиональной системы управления. Сейчас плата за управление фондом бывает настолько велика, что менеджерам крупных фондов не хочется искать новые источники доходов. Порой на одного управляющего директора приходится до одного–двух миллионов долларов в год. По мере увеличения своих размеров фонды могут перейти в другое качество, стать чем-то большим, чем просто фонд прямых инвестиций: инвестициями в 40 млрд или 400 млн долл. нужно управлять по-разному (хотя не так давно покупка компании, стоящей 400 млн долл., считалась крупной сделкой). Некоторые управляющие компании, устав от необходимости постоянно привлекать средства отдельно взятых инвесторов для создания очередного фонда, стремятся получить доступ к «возобновляемому» капиталу и поэтому выходят на фондовый рынок. Но у этого принципа свои минусы: в результате фонды могут стать менее внимательными к потребностям инвесторов. Наконец, хотя только четверть самых сильных фондов создают значительную стоимость для инвесторов, оставшиеся 75% тоже получают финансирование, причем, как правило, на тех же условиях, что и лучшие, и это может подорвать долгосрочную устойчивость отрасли.

Несмотря на все это, сегодня сектор прямых инвестиций — серьезный конкурент открытому рынку. И это не связано с его технократическим превосходством, не говоря уже о том, что фонды иногда слишком смело используют долговой капитал. Скорее, превосходство прямых инвестиций в том, что фонды гораздо эффективнее налаживают взаимоотношения собственников и менеджеров. Руководителям публичных компаний необходимо повышать свой профессиональный уровень, если они хотят в своем управленческом мастерстве превзойти фонды прямых инвестиций.

Активные собственники в публичных компаниях

Говорят, будто теперь в публичных компаниях управление поставлено куда лучше, чем раньше, особенно после «зачистки», проведенной по следам громких корпоративных скандалов. Но на самом деле это не так. Побеседуйте с неисполнительными директорами публичных компаний, и вы быстро поймете, что прежде всего они озабочены не созданием стоимости, а тем, чтобы компания соответствовала многочисленным требованиям закона, то есть не нарушила ни один пункт огромного (и все возрастающего) количества регулирующих положений.

Усугубляет эту проблему и действующая система мотивации: успех компании редко отражается на финансовом положении неисполнительных директоров, зато промашки порой обходятся им дорого: за несоответствие деятельности компании законодательству могут последовать иски и судебные разбирательства. Более того, неисполнительных директоров обычно избирают из числа профессиональных управленцев, поэтому вполне естественно, что им ближе интересы и взгляды менеджеров, чем акционеров. У них весьма ограниченные права при голосовании и, как мы говорили, слишком незначительный штат сотрудников, чтобы они могли вносить заметный вклад в работу совета директоров.



Неисполнительные директора публичных компаний также часто не имеют необходимой информации. Директора — участники опроса, проведенного McKinsey в 2005 г., говорили, что хотели бы посвящать больше времени проблемам стратегии, вопросам отбора и профессионального развития талантливых руководителей и меньше — вопросам аудита и оплаты труда. При этом лишь менее 10% опрошенных считали, что советы директоров полностью понимают стратегию и долгосрочные цели своих компаний или основные инициативы по достижению этих целей (что в первом приближении соответствует плану создания стоимости в секторе прямых инвестиций)¹. В самом деле, более половины респондентов считали, что члены совета директоров весьма смутно представляли себе долгосрочные цели своих компаний или вообще не подозревали, о чем идет речь. Около четверти так же оценивали их понимание корпоративной стратегии. По словам большинства опрошенных (70%), им не хватает операционной и стратегической информации. Дефицит финансовой информации ощущало гораздо меньше человек.

¹ См.: What Directors Know About Their Companies: A McKinsey survey // *The McKinsey Quarterly*, web exclusive, March 2006; Роберт Фелтон, Памела Кинан Фритц. От советов — к действию // *Вестник McKinsey*, № 10, 2005.

Результаты опроса свидетельствуют о том, что публичные компании немало выиграли бы, если бы наладили тесное взаимодействие менеджеров и неисполнительных директоров, в том числе интенсивный обмен важной нефинансовой информацией, и если бы их неисполнительные директора лучше знали бизнес своих компаний и положение дел в отрасли. Однако «претензии» неисполнительных директоров публичных компаний, скорее всего, вызовут у менеджеров враждебную или двойственную реакцию — точно так же, как это происходит в компаниях, которыми владеют фонды прямых инвестиций. Не имея, в отличие от неисполнительных директоров фондов, стимулов, ресурсов и права голоса, неисполнительные директора публичных компаний вынуждены противостоять превосходящим их силам.

Копирование принципов работы фондов прямых инвестиций

Публичные компании могут с успехом воспроизвести у себя многие управленческие приемы лучших фондов прямых инвестиций. Это касается и работы совета директоров, и взаимоотношений гендиректора (или финансового директора) с отдельными подразделениями многопрофильной компании. Особенно перспективны некоторые методы.

Более интенсивный, учитывающий внешние факторы процесс формирования стратегии

Фонды прямых инвестиций тщательно, со стратегических позиций оценивают покупаемые компании — и во время *due diligence*, и на протяжении первых ста дней после подписания сделки. Они определяют, что можно сделать: какие издержки сократить, на какие новые рынки выйти, какие источники создания стоимости использовать, как изменить структуру портфеля. После такой дотошной оценки они готовят план создания стоимости, реалистичный с точки зрения всех, кого он касается (в том числе и менеджмента), и ясно показывающий основные риски и возможности для дальнейшего развития бизнеса. Публичные компании действуют примерно так же, хотя у них процесс стратегического планирования обычно не отличается подобной тщательностью.

Процесс формирования стратегии будет полноценным только при наличии нескольких важнейших элементов. Один из них, например, — это внешний бенчмаркинг, то есть сравнение ключевых показателей эффективности (накладных расходов или затрат на единицу продукции, загрузки мощностей, процессов производства и закупок) с показателями других компаний. Такое сравнение поможет выявить методики, которые имеет смысл взять на вооружение. При внешнем бенчмаркинге не стоит ограничиваться только своей отраслью, важно проводить сравнение

с самыми сильными предприятиями (которые занимаются похожей деятельностью), даже из других отраслей. Необходимо также провести независимый анализ ключевых предположений о приобретаемой компании, оценить перспективы развития ее отрасли (объемы выпуска, цены, издержки производства) и конкурентные позиции.

Публичные компании могут и должны проводить столь же подробный анализ, учитывая и внешнюю среду, хотя им не обязательно делать это ежегодно. Во-первых, такой анализ стоит дорого и на него уходит много времени, а во-вторых, рыночные условия, в которых работают публичные компании, и открывающиеся перед ними возможности существенно изменяются не так уж и часто. Подробный анализ необходим только после заключения крупной сделки, при серьезных изменениях в отраслевой структуре или в издержках производства (например, в ценах на сырье). Во всех остальных случаях достаточно проводить его раз в три-четыре года. В промежутках вполне можно ограничиться обычным процессом стратегического планирования и корректировкой тех или иных основных установок.

Смелые, но реалистичные цели, увязанные с системой стимулирования

Фонды прямых инвестиций важнейшим фактором обеспечения результативности считают привязку ключевых показателей эффективности, по которым оценивают качество управления в компании (то есть работу менеджеров), к плану создания стоимости, формируемому на этапе *due diligence* и в первые сто дней после окончания сделки. Фонды прямых инвестиций стараются разработать показатели, которые действительно отражали бы важнейшие характеристики бизнеса компании, и предусмотреть их для всех уровней организации. Роли управляющих фондов прямых инвестиций и руководителей публичных компаний, которые задают показатели эффективности и обеспечивают их выполнение, похожи. Разница лишь в том, как фонды создают стимулы и с их помощью управляют приобретенными предприятиями.

Менеджеры компаний, управляемых фондами прямых инвестиций, получают акции предприятия, бонусы, если выполняются запланированные показатели, а также им предоставляется возможность стать соинвесторами — эти весьма серьезные стимулы заставляют их хорошо работать. В тех компаниях, которые мы изучали, топ-менеджеры обычно владели 5—19% акций компании, причем приобретали акции на собственные средства. Возможность заработать на росте курса — сам по себе дисциплинирующий и мотивирующий фактор, не говоря уже о высоком уровне использования заемного капитала в сделках фондов.

У фондов часто гораздо больше возможностей стимулировать менеджеров, чем у публичных компаний, особенно из зрелых отраслей: руководители, вложившие свои деньги в такие компании, рискуют особенно сильно. Подобная система стимулирования лучше всего приспособлена для сближения интересов собственников и менеджеров. Конечно, публичные компании не могут предложить руководителям такие же условия, как фонды прямых инвестиций (хотя бы потому, что сами руководители опасаются обвинений в алчности), но они в состоянии найти для менеджеров более интересные и в то же время более тесно увязанные с интересами акционеров стимулы.

Наконец, представители фондов регулярно, с цифрами в руках, жестко и откровенно обсуждают положение дел в принадлежащих им компаниях с их руководством. Если выясняется, что экономические показатели не соответствуют запланированным, они сразу же реагируют: проводят больше времени с менеджерами, осуществляют кадровые перестановки, нанимают внешних экспертов. Такие же обсуждения происходят и в публичных компаниях, но здесь редко они приводят к практическим результатам и в целом не столь сфокусированы на создании стоимости, как в фондах прямых инвестиций. В этом смысле публичным компаниям необходимо пересмотреть содержание подобных совещаний и сделать так, чтобы проблема повышения результативности была на виду, постоянно рассматривалась, причем не голословно, а с фактами в руках, и была привязана к конкретным инициативам по развитию бизнеса.

Аттестация ключевых менеджеров и постоянный поиск новых талантливых руководителей

Главная сложность и в то же время важнейшая задача публичной компании, перенимающей опыт фонда прямых инвестиций, — сформировать команду менеджеров, готовых проводить радикальные реформы. Что касается многопрофильной корпорации, то ее высшее руководство должно всемерно поддерживать менеджеров бизнес-единиц, которые высказываются за проведение преобразований, считая, что только так можно достичь поставленных целей. Для этого высшее руководство должно хорошо знать силу и слабости каждой команды управленцев, выявлять слабых менеджеров и быстро находить им замену, понимать, кого и на какое место нужно еще найти, а также хорошо разбираться в особенностях бизнеса подразделений, чтобы помочь им «подтянуться». Руководство компании справится с этими задачами, если будет проводить достаточно времени в подразделениях: напомним, что менеджеры лучших фондов прямых инвестиций в первые три месяца после приобретения компании тратят на нее до 50% своего времени. Наконец, высшее руководство должно оценить степень готовности менеджеров к преобразованиям: вполне вероятно, что команда, которую

долгое время устраивало существовавшее положение дел, при всем своем желании не сможет возглавить преобразования. В таких обстоятельствах единственное возможное решение — кадровые перестановки и назначение новых руководителей в бизнес-подразделения.

Публичным компаниям не просто освоить и развить навыки, необходимые для выполнения изложенных задач. Но не это их самое болезненное место. Хватит ли им духу и решимости браться за эти задачи в нынешних условиях, когда у их руководителей нет стимулов, когда не хватает знающих членов советов директоров, когда некогда решать долгосрочные задачи — то есть нет всего того, чем сильны фонды прямых инвестиций? Вот их самая главная проблема. Смогут ли топ-менеджеры и советы директоров найти время, чтобы одновременно с созданием стоимости уделять внимание соблюдению закона? Это тоже большой вопрос. Но выход всегда есть: можно перейти в категорию частных компаний.

Конечно, фонды прямых инвестиций с их системой управления, будут переживать свои взлеты и падения, особенно при неустойчивости ситуации в этом секторе. Однако если фонды будут по-прежнему более эффективно управлять принадлежащими им предприятиями, то, мы полагаем, по размеру сектор сможет составить конкуренцию открытому рынку ценных бумаг. В этом случае публичным компаниям и их советам директоров придется туго, поэтому им просто необходимо подтянуть управление.

Авторы благодарят Браама Верстера за помощь в подготовке статьи. В