

ЛВОАЛЪЯНС

[www.lbo.ru](http://www.lbo.ru)

РИК РИКЕРТСЕН  
ПРИ УЧАСТИИ РОБЕРТА Е. ГЮНТЕРА

# ВЫКУП БИЗНЕСА МЕНЕДЖЕРАМИ

ПРОВЕДЕНИЕ  
ЛВО СДЕЛОК  
И ПОКУПКА  
СОБСТВЕННОГО БИЗНЕСА

ПРЕДИСЛОВИЕ  
МАЙКЛА ЛЬЮИСА  
АВТОРА КНИГ  
ПОКЕР ЛЖЕЦОВ (LIAR'S POKER)  
И НОВЕЙШАЯ НОВИНКА  
(THE NEW NEW THING)

# BUYOUT

THE INSIDER'S GUIDE TO  
BUYING YOUR OWN COMPANY

Rick Rickertsen

with Robert E. Gunther

Foreword by Michael Lewis,  
author of *Liar's Poker* and *The New New Thing*

AMACOM

American Management Association

New York • Atlanta • Boston • Chicago • Kansas City • San Francisco • Washington, D.C.

Brussels • Mexico City • Tokyo • Toronto

# ВЫКУП БИЗНЕСА МЕНЕДЖЕРАМИ

Проведение LBO-сделок  
и покупка собственного бизнеса

Рик Рикертсен

в соавторстве с Робертом Е. Гюнтером

Предисловие Майкла Льюиса,  
автора «Покера лжецов» и «Новейшей новинки»

Перевод с английского

*2-е издание*



Москва  
2008

УДК 336.647/648; 65.016.5  
ББК 65.290  
Р50

Перевод с английского Ю. Сундстрем, А. Лисовского  
Научный редактор О. Осадчая

**Рикертсен Р.**  
Р50 «Выкуп бизнеса менеджерами: Проведение LBO-сделок и покупка собственного бизнеса»/Рик Рикертсен ; Пер. с англ. — 2-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 404 с.  
ISBN 978-5-9614-0733-4

Книга предлагает исчерпывающий обзор стратегий выкупа компании менеджерами. Идея, проповедуемая автором, основаны на его собственном 15-летнем опыте работы в отрасли и подкреплены примерами успешных выкупов. В книге детально обсуждаются все стадии этого процесса, начиная с замысла и заканчивая выходом из сделки. Она раскрывает трудности и подводные камни, на которые можно натолкнуться в процессе выкупа компаний, предостерегает от типичных ошибок, вооружает читателя инструментарием, позволяющим отобрать хорошие предложения, проанализировать ситуацию, выработать приемлемые условия финансирования, должным образом осуществить процедуру «дью дилидженс», заключить сделку и, когда наступит подходящий момент, успешно выйти из нее.

Книга рекомендована компанией «LBO Alliance» ([www.lbo.ru](http://www.lbo.ru)) для топ-менеджеров и предпринимателей, тех, кто планирует продать и купить бизнес, а также для профессионалов в сфере выкупа, слияний и поглощений.

УДК 336.647/648; 65.016.5  
ББК 65.290

*Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.*

© Carl J. Rickertsen, 2001

All rights reserved.

© Ю. Калоев, предисловие к русскому изданию, 2008

© Альпина Бизнес Букс, перевод, оформление, 2008

ISBN 978-5-9614-0733-4 (рус.)  
ISBN 0-8144-0626-2 (англ.)

«Только от инсайдера можно узнать, как это работает. Рик — как раз такой человек. Он так «раскладывает по полочкам» проблему привлечения большого финансирования, что она перестает казаться сложной, так хорошо объясняет внутренние механизмы этого процесса, что их может понять даже журналист».

Майкл Льюис,  
*автор книг «Покер лжецов» (Liar's Poker)*  
*и «Новейшая новинка» (The New New Thing)*

«Рик — один из самых одаренных американских экспертов в сфере выкупа компаний. Все, кому интересны взгляды инсайдера на индустрию выкупа и возможности, открывающиеся для менеджеров при участии в таких сделках, узнают из этой книги массу полезной информации».

Джек Кемп,  
*председатель правления компании*  
*Empower America*

«Я работал вместе с Риком, когда мы выкупали Ritz-Carlton. Он — отличный специалист по заключению сделок, поэтому его книгу обязательно должен прочитать каждый менеджер, мечтающий о выкупе собственной компании и управлении ею. Для него она послужит ценнейшим активом».

Билл Марриотт,  
*председатель правления компании*  
*Marriott International, Inc.*

«Никто из американских менеджеров, прочитавших эту книгу, в которой с позиций инсайдера показан процесс выкупа с использованием заемных средств, уже не захочет снова работать на кого-то за зарплату».

Дэвид Бондерман,  
*один из ведущих глобальных инвесторов*  
*и основатель компании Texas Pacific Group*

«Это издание станет очень важным руководством по выкупам компаний менеджерами. Эта прекрасная книга будет настольной для каждого обладающего предпринимательской жилкой магистра делового администрирования, менеджера, продавца, а также для профессионалов в сферах выкупов компаний, слияний и поглощений».

Доктор Терренс Лапьер,  
*факультет предпринимательства*  
*Wharton School*



# СОДЕРЖАНИЕ

---

|  |     |
|--|-----|
| Предисловие к русскому изданию .....           | 8   |
| Предисловие .....                              | 11  |
| Введение. Станьте хозяином своей судьбы .....  | 14  |
| Выражение признательности .....                | 25  |
| ГЛАВА 1. Мечта американского менеджмента ..... | 27  |
| ГЛАВА 2. Без сильной воли нет триумфа .....    | 47  |
| ГЛАВА 3. Как избежать «ада сделок» .....       | 63  |
| ГЛАВА 4. Найти или создать возможность .....   | 79  |
| ГЛАВА 5. Стратегия для компании .....          | 113 |
| ГЛАВА 6. Сделка с продавцом .....              | 127 |
| ГЛАВА 7. Покажите мне деньги .....             | 173 |
| ГЛАВА 8. Зачем вам это нужно? .....            | 213 |
| ГЛАВА 9. Подготовка к «наземной войне» .....   | 239 |
| ГЛАВА 10. Оседлав тигра .....                  | 259 |

## ПРИЛОЖЕНИЯ

|   |     |
|---|-----|
| <i>Приложение А.</i> Перечень условий менеджмента, Резюме Меморандума<br>о взаимопонимании и Трудовой договор ..... | 278 |
| <i>Приложение В.</i> Письмо о намерениях, подписываемое<br>с продавцом .....  | 290 |
| <i>Приложение С.</i> Письмо об обязательствах банка .....   | 300 |
| <i>Приложение D.</i> Соглашение о конфиденциальности .....  | 317 |
| <i>Приложение Е.</i> Список вопросов для проверки профессиональной<br>квалификации высших менеджеров .....          | 320 |
| <i>Приложение F.</i> Список рабочей группы .....  | 321 |
| <i>Приложение G.</i> Календарный график и распределение<br>ответственности .....                                    | 324 |
| <i>Приложение H.</i> Список показателей для процедуры<br>«дью дилидженс» (контрольный лист) .....                   | 327 |
| <i>Приложение I.</i> Список фирм (фондов) прямого инвестирования .....  | 342 |
| <i>Приложение J.</i> Список источников долгового финансирования .....   | 365 |
| <i>Приложение К.</i> Финансовая модель — детальный анализ .....   | 369 |
| Алфавитный указатель .....  | 390 |

# ПРЕДИСЛОВИЕ К РУССКОМУ ИЗДАНИЮ

---

**М**не выпала честь представить книгу Рика Рикертсена и Роберта Гюнтера «Выкуп бизнеса менеджерами: проведение LBO сделок и покупка собственного бизнеса», — настольную книгу тех, кто интересуется корпоративными финансами.

Эта книга может быть интересна не только специалистам инвестиционного бизнеса. В первую очередь ее должны прочитать те, кто, занимая менеджерские должности, считают, что способны на большее и готовы стать собственниками дела, которому в настоящий момент служат. Лично мне больше нравится несколько иной перевод оригинального английского названия «Выкуп: наставления инсайдера по приобретению вашей собственной компании». Возможно, это звучит менее научно, но в большей степени отражает природу рекомендуемого материала.

«Выкуп» — это не занудный экономический трактат с обилием научных формул, мало применимых в реальной жизни, особенно в условиях российской действительности. Хотя здесь немало полезного теоретического материала, есть даже образцы документов по сделкам. Но это и не публицистический триллер сатирической направленности вроде культовых «Варваров у ворот» при всем обилии тонкой иронии и самоиронии авторов.

«Выкуп» — хорошо систематизированное и наглядно проиллюстрированное живыми примерами наставление, призванное помочь менее искушенным коллегам и предостеречь от распространенных ошибок. Это книга практика с большой буквы, скромно спрятавшегося за определением «инсайдер». Даже в таком сложном и неоднозначном мире, как корпоративные финансы, велосипед изобретать не нужно, многое уже придумано и многократно испытано.

Отношение к МВО неоднозначно. Иные «представители общественности» нередко расшифровывают эту аббревиатуру как «максимально быстрое обогащение», вкладывая в это негатив, дескать, всегда быстро и незаслуженно. Спорить с ними совершенно бессмысленно, поскольку трудно преодолеть отечественную традицию видеть за словом «обогащение» криминал.

А между тем МВО — это не только механизм личного обогащения. Это один из инструментов формирования класса эффективных собственников средств производства. Проблема эффективного собственника чрезвычайно



остро стоит именно сейчас, когда приоритеты в предпринимательской деятельности необходимо изменить: от перераспределения активов перейти к их развитию.

Выкупается по общему правилу тот бизнес, владельцы которого либо хотят расстаться с ним, либо не видят перспектив его развития, либо не имеют достаточно сил и средств для такого развития. Иными словами, тот, кто неэффективен, уступает место тому, кто постарается такую эффективность привнести. В этом процессе смены собственника МВО служит легальной альтернативой незаконным поглощениям, и качественной альтернативой поглощениям со стороны инвесторов, приобретающих активы «по случаю».

Авторы отмечают, что институт МВО на Западе угасает. Мне представляется, что это не совсем так: просто спал ажиотаж, господствовавший в 1980–1990-х гг. В любом случае, у России с ее развивающейся экономикой все еще впереди. Хотя на пути бурного развития МВО по-прежнему много преград.

Пока слишком мало организаций осознанно выбрали сделки LBO и МВО своей специализацией. Это важный сдерживающий фактор, поскольку без их финансовой, профессиональной и репутационной поддержки сколько-нибудь значительное МВО невозможно. Но сам факт, что такие организации появились и их число постепенно растет, свидетельствует о востребованности и развитии инструментов МВО в России.

Как известно, рынок капитала в России неэффективен и организован пока не самым лучшим образом. Это затрудняет поиск источников средств для сделки. Тем не менее при целенаправленном поиске финансирования и этот барьер преодолим.

Нынешний уровень состояния российского гражданского и корпоративного законодательства в сочетании с медленно реформируемой судебной системой создает определенные сложности в юридическом оформлении гарантий интересов всех вовлеченных в МВО-проекты лиц — менеджеров, собственников, инвесторов, кредиторов. Поэтому всегда требуется высококвалифицированная юридическая поддержка.

Сильно довлеет и психологический фактор.

С одной стороны, есть владельцы активов со своим сложившимся менталитетом. Одни из них не могут допустить даже мысли, что на их бизнес имеют дерзость претендовать люди, получающие у них зарплату. Другие немедленно обижаются на менеджера, считая, что он не делится с ними своим видением перспективы «золотых гор». Третьи сразу начинают подозревать менеджеров в том, что последние своими действиями специально довели до необходимости избавляться от активов, а заодно, наверное, и выкупают компанию за деньги самого владельца.

С другой стороны, в обществе практически не растет уровень здоровых предпринимательских амбиций. Напротив, социологи в последние годы отмечают, что выпускники вузов желают сразу получить хорошую высокооплачиваемую менеджерскую должность со всеми приличествующими ей атрибутами вроде дорогих автомобилей, перелетов бизнес-классом, деловых встреч в дорогих ресторанах, одежды от ведущих модельеров. Иными словами, они стремятся стать наемными менеджерами, но не собственниками. Настораживает даже не простительное желание иметь «сразу все и побольше», а заведомый отказ от самостоятельных решений, от принятия на себя риска, от ответственности. Молодежь, казалось бы, полная энергии, сама себе устанавливает потолок в развитии.

Реализация МВО-проекта — тяжелый труд. Это годы, затраченные на то, чтобы стать профессионалом в своей области. Это месяцы, ушедшие на изучение, анализ и понимание своих возможностей и планов в отношении выкупа конкретного актива. Это сотни часов переговоров (зачастую безрезультатных) с несговорчивыми собственниками, капризными инвесторами и чрезмерно осторожными кредиторами. А в итоге в финансовый успех не всегда конвертируется даже сочетание таких качеств, как ум, знание предмета, практический опыт, решительность и трудолюбие. Так что все сделки МВО носят исключительно штучный характер.

И все-таки для тех, кто готов рискнуть, «Выкуп бизнеса менеджерами: проведение LBO сделок и покупка собственного бизнеса» окажется хорошим лоцманом в беспокойном море кредитованных выкупов. Остальным же гарантировано удовольствие от прочтения и несколько хороших советов на все случаи финансовой жизни.

Юлий Калоев,

*Председатель инвестиционного комитета «LBO Alliance»*

# ПРЕДИСЛОВИЕ

---

С удовольствием представляю эту замечательную, чрезвычайно познавательную книгу, которая позволяет не просто бросить мимолетный взгляд на «вершины» финансирования, а рассмотреть их во всех подробностях.

*«Выкуп бизнеса менеджерами: проведение LBO-сделок и покупка собственного бизнеса»* — это, в сущности, две книги в одной. Первая часть представляет собой руководство для преуспевающих людей, которые решили стать очень и очень богатыми. Уверен, что сам автор работы, Рик Рикертсен, сформулировал бы это несколько иначе. Как и большинство удачливых деловых людей, он считает, что профессионалы бизнеса вряд ли разбогатеют, если посвятят все свое время размышлениям, как им стать богатыми. Если бы мы спросили его, вероятно, он бы ответил, что написал руководство для исполнительных директоров корпораций, которые устали от «рабства» наемного труда в высших эшелонах власти и набрались храбрости для того, чтобы взять контроль над деятельностью компаний, а также над своими судьбами в свои руки. Деньги в данном случае лишь играют роль симптоматического приятного побочного эффекта достойной восхищения готовности рискнуть. И, вероятно, он был бы прав.

И все же, как известно всем, кто наблюдал бум развития Интернета, лучший способ разбогатеть — это стать владельцем акций успешно развивающейся компании, и данная книга может в этом помочь. К счастью, как отмечает автор, в настоящее время события складываются в пользу потенциальных читателей. Многие отрасли следуют примеру бурного развития Интернета и находят пути предоставления акций своим наемным работникам; иначе они рискуют их потерять, поскольку те могут уйти в интернет-компании. По словам Рикертсена, «все они в какой-то степени должны превратиться в интернет-компании, если хотят укомплектовать свой штат талантливыми менеджерами». А для управляющих наилучший путь получить хорошую долю собственного капитала — это, конечно же, выкуп ее у владельцев, которые получают доходы от своей собственности, но сами при этом находятся вдали от нее.

Но проблема в том, что многие не знают, что конкретно нужно сделать для того, чтобы выкупить компанию. Хотя привлечение финансирования в небольшом объеме уже лишено таинственности и не представляет боль-

ших сложностей, крупные инвестиции продолжают вызывать множество вопросов. Скажите, ради бога, что такое выбор статуса налогоплательщика по разделу 83(b)? Как составить соглашение о конфиденциальности? Почему кто-то все равно работает на коммерческий банк? Только инсайдеры — лица, имеющие доступ к внутренней информации, — знают ответы на все эти вопросы. Погрузитесь в мир книги *«Выкуп бизнеса менеджерами: проведение LBO-сделок и покупка собственного бизнеса»*, и вы познакомитесь с ее автором, который, будучи ведущим экспертом в области выкупов, сам является таким инсайдером. Простым и понятным языком он так «раскладывает по полочкам» проблему привлечения большого финансирования, что она перестает казаться сложной. Автор так хорошо объясняет внутренние механизмы этого процесса, что их может понять даже журналист.

В процессе знакомства с книгой может показаться, что автор подрывает свои собственные интересы. В конце концов, одним из преимуществ, которым капиталисты на протяжении долгого времени пользуются в своих отношениях с предпринимателями, является то, что последние не до конца разбираются в особенностях деятельности и мышления капиталистов. Данная книга восполняет этот пробел в знаниях. Она обучает людей, занимающихся поиском капиталов, тому, как лучше всего строить свои отношения с людьми, которые эти капиталы контролируют. В связи с этим возникает естественный вопрос: зачем эксперту в области выкупов компаний писать книгу, которая предоставит рядовым корпоративным «тупицам» информацию из первых уст о том, как оптимизировать заключение сделок? На первый взгляд, книга может показаться актом самоуничтожения. Это все равно, как если бы правительство США направило команду первоклассных американских физиков в Китай, чтобы помочь китайцам настроить их ядерные ракеты дальнего радиуса действия. Тем не менее, думаю, на это существует несколько причин.

Я хорошо знаком с автором, поэтому мне известно, что, по крайней мере частично, им руководят теплые чувства к людям, которым свойственно рисковать. Он один из тех редких людей, которые действительно чувствуют себя хорошо, когда у других все благополучно, особенно если те добиваются этого благополучия, сильно рискуя. Другими словами, ему нравится, когда другие люди берут на себя риски, так как потом, когда они получают должное вознаграждение, он сможет за них порадоваться.

Однако альтруизм — недостаточное объяснение поведения преуспевающего бизнесмена, даже такого замечательного, как Рик Рикертсен. Полагаю, у него были также и более узкие мотивы. Деловой мир изменчив. Он все больше и больше благоволит к лицам, которые фактически ведут дела за счет тех, кто одалживает им средства на эти цели. Возможно, автор понял, что рано или поздно кому-то придется все объяснить

людям, находящимся по другую сторону стола переговоров, и что этим человеком может стать он сам, чтобы не показаться просто еще одним жадным капиталистом.

Существует еще и третий мотив, вероятно, наиболее сильный. Это простое желание поделиться своим опытом. Любому, кто потерял миллионы чужих долларов, вложив их в компанию под руководством человека, который носит кольцо на мизинце и вешает чучело рыбы-меч на стену в своем кабинете, необходим благодарный слушатель. Автору пришлось пережить поистине травмирующие испытания, и ему необходима аудитория, которой можно о них поведать.

Как я уже сказал, *«Выкуп бизнеса менеджерами: проведение LBO-сделок и покупка собственного бизнеса»* — это практически две книги в одной. Вторая книга живо описывает мир глазами капиталиста. Знакомство с таким взглядом на мир может оказаться более полезным для самих капиталистов, чем для тех, кто ищет способы воспользоваться их услугами, но в любом случае удовольствие получают и те, и другие, а также все, кто любит интересные, хорошо рассказанные истории.

Майкл Льюис

# ВВЕДЕНИЕ. СТАНЬТЕ ХОЗЯИНОМ СВОЕЙ СУДЬБЫ

---

**К**омпания продавалась. Менеджерам Techway, Inc.\* , дочерней фирмы крупного подрядчика оборонной промышленности, специализировавшейся на предоставлении технологических услуг, сообщили, что материнская компания хочет избавиться от своего подразделения. Оно больше не соответствовало основной стратегии фирмы. Подразделение, над созданием которого так усердно трудились управляющие, было выставлено на продажу. За последние два года, пережив период снижения дохода и увеличения убытков, они сделали подразделение прибыльным и, таким образом, значительно повысили стоимость собственного капитала для своей материнской компании. А теперь, в награду за все их старания, их подразделение выставляли на продажу, что, скорее всего, должно привести к поглощению его более крупным конкурентом.

Когда менеджеры оправились от шока, им пришла в голову идея: они сами купят свою фирму. Это желание — владеть своей собственной компанией или купить другую фирму и руководить ею — есть у многих управляющих, однако мало кто из них предпринимает для этого какие-либо действия. Менеджеры компании Techway решили попытаться стать хозяевами своей судьбы. Руководители Techway уже способствовали улучшению состояния дел компании, однако были уверены, что смогут сделать еще больше для повышения ее стоимости, если у них появится возможность освободиться от ограничений, налагаемых материнской компанией. Они способны превратить независимую компанию Techway в очень сильное предприятие. И тогда они смогут вести ее дела самостоятельно! Наконец-то свобода!

Но, в действительности, можно ли было рассчитывать на успех? Годовая выручка Techway составляла более 300 млн. долл., а в штате состояло 1200 сотрудников. Менеджеры Techway сомневались, что у них найдутся деньги на заключение подобной сделки. Несмотря на то, что все они получали очень неплохую заработную плату, никто из них не имел финансовой самостоятельности в каком-либо виде. Как купить фирму с доходом 300 млн. долл.? Как оценить ее стоимость? Можно ли обойтись привлечением банковских кредитов или нужно найти инвестиционного партнера? Каким образом

---

\* Под названием Techway выведена реальная компания, занимающаяся оказанием технологических услуг. Ее настоящее название не приводится с целью обеспечения конфиденциальности сторон, участвующих в сделке. — *Прим. авт.*

сформировать свою собственную долю в сделке? Какого рода соглашение они должны заключить с продавцом? Пойдет ли на это материнская компания? Смогут ли они добиться успеха или же все кончится тем, что они окажутся на улице? Кто им может помочь? Кому им следует позвонить первым делом?

Ответы на все эти вопросы можно найти в данной книге. Мы увидим, как менеджеры компании Teshway проходили каждый из этапов процесса выкупа компании, таких, как: поиск партнеров по инвестициям, обсуждение с инвесторами подготовленного менеджерами перечня условий, создание стратегического плана, переговоры с продавцом по вопросам сделки, поиск банковского финансирования, так называемая «наземная война» в ходе тщательного исследования юридических и финансовых вопросов (непосредственно в компании) в рамках процедуры «дью дилидженс», управление делами компании и осуществление прибыльного выхода.

Вы также прочитаете истории о менеджерах, которые удачно провели выкуп компаний. Вы узнаете, как Дан Гиллис превратился из президента подразделения немецкой компании по разработке программного обеспечения с доходом 165 млн. долл. в собственника преуспевающей американской фирмы в этой области. Он и его команда менеджеров сумели провести сделку всего за несколько месяцев. Всего через семь месяцев их новая компания вышла на публичный рынок, и на лице Гиллиса сияла улыбка, когда он ударял молотком, закрывая торги на Нью-Йоркской фондовой бирже. Ничего удивительного. Управляющим удалось превратить инвестиции в размере 1 млн. долл. в долю, равную 40 млн. долл., в быстрорастущей компании по разработке программного обеспечения.

Вы узнаете о том, как Стью Джонсон, который занимал множество руководящих постов во многих крупнейших корпорациях, в частности в Bell Atlantic, Contel и Burroughs, расстался с корпоративной жизнью, чтобы создать компанию, которая позволила ему оставить после себя наследие. Он собрал команду очень талантливых менеджеров, с которыми работал в течение своей профессиональной жизни, и создал компанию-провайдера новых технологических услуг, ориентированную на средний рынок. «Если вам действительно повезло в карьере, если вы по-настоящему уверены в своем резюме, если вы твердо знаете, что на самом деле сделали все то, о чем в нем говорится, тогда дерзайте, — говорит Джонсон, — вы сможете достичь еще большего».

Вы ознакомитесь с тем, как Роджер Баллоу, бывший старший управляющий компаний Alamo Rent-A-Car и American Express Travel Services Group, объединил несколько туристических фирм, чтобы создать новую компанию, изменившую лицо туристической отрасли. Этой компанией он не только руководил, но еще и владел. «Я чувствовал себя подобно собаке, которая наконец-то поймала кошку», — говорит он.

## Сила акционерного капитала

Почему Билл Гейтс столь богат? Без сомнения, он очень талантливый руководитель бизнеса. Поэтому компания Microsoft добилась такого успеха. Однако Гейтс стал самым богатым человеком в мире потому, что владел *акциями* компании. Генри Кравис это понимает. Вот почему фирма KKR приносит такие большие доходы. Она занимается инвестированием значительных средств в покупку акций растущих компаний. Но что именно позволяет KKR добиваться таких великолепных результатов? Ключевым условием здесь является подбор выдающихся менеджеров для управления этими компаниями.

Возможно, вам уже слишком поздно превращаться в двадцатитрех-летнего выпускника Гарварда, открывающего небольшую начинающую компанию по разработке программного обеспечения, однако надежда все же есть. Вы можете стать владельцем крупного пакета акций, выкупив компанию, в которой в настоящее время работаете, или можете выйти на рынок и поискать новую компанию, которую можно приобрести. В условиях, когда инвестиционный капитал имеется в изобилии, самым дефицитным товаром является талант руководителя высокой квалификации. Имеются миллиардные капиталы и сотни фондов прямого инвестирования, и каждый из них ищет группу из 20–30 менеджеров, способных возглавить его портфельную компанию. Это означает, что квалифицированные менеджеры имеют намного больше влияния при проведении выкупа компаний, чем когда-либо за всю историю развития бизнеса. Настало время менеджеров, и нужно пользоваться моментом!

Обладая более чем пятнадцатилетним опытом работы в качестве инвестора в сделки по выкупу компаний менеджерами, я не перестаю удивляться тому, насколько руководители высшего звена недооценивают свои огромные возможности создать акционерный капитал, имеющий стоимость и приносящий доходы им самим, за счет покупки своей собственной компании или подразделения. Топ-менеджер, имеющий перспективу стать генеральным директором компании, может получать до 300 тыс. долл. в год. Но в качестве руководителя сделки по выкупу фирмы он мог бы создать акционерный капитал стоимостью 30 млн. долл., отделившись от материнской компании и управляя своей собственной.

При всех своих навыках управления коллективами и компаниями большинство руководителей высшего уровня не знают, как купить компанию. Почему? На это есть множество причин, в том числе можно назвать следующие.

- *Сложность и риск.* Приобретение компании — сложная задача. Она требует основательных экспертных знаний в целом ряде дисциплин, таких, как финансы, ведение переговоров, руководство командой, методика оценки



стоимости компании, а также наем опытного персонала. Выкуп компаний подходит не всем, но для смелых он может обернуться величайшим триумфом, который принесет не только крупное финансовое вознаграждение, но и уникальное чувство независимого успеха, которого достигают только единицы.

- *Нехватка экспертных знаний.* Лишь немногие руководители высшего звена обладают опытом приобретения компаний. Со стороны это выглядит устрашающе. Это сложная задача, но как только вы поймете сущность механизмов и средств для достижения цели, «черный ящик» откроется, и мир слияний и приобретений уже не будет слишком пугающим.

- *Отсутствие источников информации, содержащих руководящие принципы (отраслевых руководств).* Источников информации по выкупу компаний не так много, к тому же многие управляющие инвестиционных банков и профессионалы в этой области предпочитают хранить секреты своего ремесла в тайне и не раскрывать их менеджерам. Это немного напоминает тех, кто верит в то, что человек либо умеет петь с рождения, либо не умеет вообще — у кого-то есть талант, а у кого-то нет. Но я твердо убежден, что мы все можем научиться петь, а все менеджеры способны научиться тому, как самостоятельно выкупить компанию. Думаю, что, если предоставить каждому менеджеру инсайдерские знания о проведении выкупа компании, можно добиться значительного увеличения числа успешно проведенных и заключенных сделок в этой области. А такой результат обеспечит ускоренный рост сферы выкупов компаний. В конце концов, менеджерам по-прежнему будут нужны деньги и консультативная помощь, а для этого и существуют профессионалы по выкупу.

Цель настоящей книги — развенчать миф о том, что проводить сделки могут только «мастера выкупа», а также предоставить менеджерам инструменты, позволяющие им вести сделки самостоятельно, а не стоять в стороне и быть ведомыми. Хорошие менеджеры должны сидеть в кресле водителя, однако часто они надолго задерживаются на месте пассажира. Настало время сесть за руль.

## **Анатомия выкупа компаний (и данной книги)**

Что такое выкуп бизнеса менеджерами (management buyouts — MBOs)? Сделка по выкупу бизнеса менеджерами представляет собой приобретение действующей компании или подразделения корпорации, в котором его настоящий или будущий высший менеджмент принимает участие в качестве важного инвестиционного партнера. В свое время такие сделки просто считались выкупом компании с использованием заемных средств

(leveraged buyouts — LBOs), однако этот термин потерял свою популярность. Больше он не используется в сфере выкупов, хотя концепция рычага живет и преуспевает под другими названиями.

Каковы этапы процесса выкупа компании? На рисунке I.1 приведены этапы выкупа, которые отражают этот процесс в целом, а также показывают структуру данной книги.

- *Поиск или создание возможности.* Для начала необходимо создать компанию, в которой вы сможете максимально использовать свой опыт, а также набор управленческих навыков. Во многих случаях ею может стать компания, в которой вы работаете. Как мы увидим в главе 1, Дан Гиллис знал, что можно сделать с компанией Software AG Americas (SAGA), если она станет самостоятельной. В некоторых ситуациях такой компанией может оказаться и какая-нибудь другая фирма. В главе 2 рассказывается о том, как Роджер Баллоу использовал свой опыт в сфере туризма, чтобы провести серию приобретений и в результате создать новую компанию. В главе 4 мы ознакомимся со стратегиями выявления компаний для покупки за пределами предприятия, на котором вы работаете в настоящее время.

- *Разработка бизнес-плана.* Вам следует разработать внушающую доверие стратегию развития компании, чтобы продемонстрировать потенциальным партнерам и другим инвесторам возможности роста и повышения прибыли. Большая часть добавленной стоимости от сделки создается на основе ваших способностей, позволяющих более эффективно руководить компанией, ставшей самостоятельной экономической единицей. Каким образом вы собираетесь улучшить состояние дел в компании? Каковы перспективы роста? Основные элементы составления успешных бизнес-планов мы рассмотрим в главе 5.

- *Наличие продавца, готового продать компанию, и составление соглашения.* Это может показаться очевидным, но тысячи часов и десятки миллионов долларов растрачиваются на тщательную подготовку сделок, в которых, по сути, нет продавца, готового продать свою компанию. Многие компании или частные лица, предприятия которых выставлены на продажу, готовы продать их только на таких условиях, которые в реальности неосуществимы. В этом случае они только *кажутся* продавцами. С ними вы потратите свое время впустую. Иногда продавец, не готовый к продаже компании, может пойти на это при определенных обстоятельствах. Готовы ли владельцы вашей фирмы (или подразделения) продать ее? Если нет, то как создать условия, побуждающие их задуматься о такой возможности? Если никакой надежды нет, то стоит, возможно, поинтересоваться, нет ли в вашей отрасли других компаний, которые вы могли бы купить. Как только вы нашли готового к продаже продавца, необходимо составить соглашение, определив цену и

**Рисунок I.1. Основные этапы выкупа бизнеса менеджерами**

условия, чтобы включить их в перечень условий и соглашение о покупке. Подготовка сделки по продаже компании, включая разработку совместного с продавцом письма о намерениях, рассматривается в главе 6.

- *Поиск инвестиционного партнера и определение условий сделки.* После того как нужная сделка определена и сформирована команда участников, на следующем этапе менеджеры и инвестиционные партнеры, как правило, разрабатывают соглашение о партнерстве с целью реализации проекта. В данном соглашении в общих чертах устанавливается, каким будет размер соответствующих инвестиций для каждой из сторон, как будет разделен собственный капитал, а также каким образом менеджеры получают свою долю в этом собственном капитале и какими правами они будут наделены. Таким образом, определяется, что менеджеры получают в результате заключения сделки. На этом этапе важно не ошибиться в отношении перспектив для менеджеров. Это — «Святой Грааль» выкупа. Сделка, переговоры по которой вы ведете, закладывает основу всего, что можно получить в будущем. Вы должны понять это правильно. Это *та* часть сделки, которая имеет большое значение для менеджеров, но слишком часто они попадают во власть агентств по выкупам, поскольку не понимают сути процесса и мотивов финансирующей стороны. Данная книга поможет вам максимально увеличить свое влияние на эту часть сделки, что, собственно, и является ее центральной темой. Указанное соглашение с инвестиционными партнерами рассмотрено в главе 7.

- *Подключение банковского финансирования.* К данному моменту проделана определенная подготовительная работа по привлечению финансирования, однако необходимо убедиться, что оно будет в наличии, когда вы будете готовы к завершению сделки. В дополнение к инвестициям в акционерный капитал, предоставляемым фирмой по выкупам компаний, необходимо обеспечить еще и банковское финансирование. В сделках, развивающихся быстрыми темпами, правильное планирование времени может сыграть большую роль. Банковское финансирование будет также рассмотрено в главе 7.

- *Оценка значимости сделки для вас.* Один из вопросов, преобладающих на всем протяжении работы над сделкой: какую выгоду сможете получить от нее вы сами? Менеджерам необходимо переводить содержание сделок с инвестиционными партнерами и продавцом, а также прогноз эффективности деятельности фирмы в практический результат, который они получат. Достаточен ли потенциал возможных доходов для того, чтобы оправдать риск? Эта оценка начинается в приблизительной форме тогда, когда появляется мечта, — с нескольких расчетов карандашом на салфетке. По мере того, как каждый кусочек мозаики из гипотетических чисел складывается в реальные показатели, результаты оценки обновляются. Она

служит «пробным камнем» для принятия решений по следующим вопросам: что предложить продавцу, на каких условиях построить отношения с инвестиционным партнером, как разделить собственный капитал между членами команды менеджеров, достаточен ли потенциал данной сделки, чтобы привлечь в собственный капитал «хорошие доллары». Кроме того, необходимо определить, какую долю собственного капитала получит группа топ-менеджеров, а также предоставить долю в компании другим руководителям. Оценка того, насколько выгодна сделка для вас, а также модель соответствующих расчетов рассматриваются в главе 8.

- *Упорная и тщательная работа при осуществлении процедуры «дью дилидженс».* У вас есть соглашающийся на сделку продавец, великолепная стратегия, классная команда управляющих, хорошая сделка, а также деньги, которые найдены и ожидают нужного момента. Но все ли на самом деле так, как кажется? Не слишком ли сильно продавец жаждет продать компанию? Нет ли каких-нибудь скрытых проблем? Одним из преимуществ выкупа своего собственного подразделения является то, что в целом вам известно обо всех «подводных камнях». Тем не менее в результате проведения тщательной процедуры «дью дилидженс» вас всегда ожидают некоторые сюрпризы, как отрицательные, так и положительные. Обычно можно найти способы, позволяющие справиться с негативными моментами или обойти их, но иногда они могут погубить сделку. Чем раньше вы начнете подготовительную работу, тем меньше сюрпризов обнаружите на этом этапе. Вам потребуется встать во главе небольшой армии специалистов, включая юристов, бухгалтеров и других профессионалов, которые помогут вам разобраться с деталями. Именно на этой стадии соглашение, изложенное на одной странице, оборачивается томом юридических документов размером с телефонный справочник. То, что выглядит хорошо с высоты 10 тыс. футов, может оказаться уродливым, когда вы опуститесь на землю. На этом этапе встают вопросы, которые могут привести к провалу сделки, если не решить их эффективно. Процесс проведения процедуры «дью дилидженс», а также возможные сложности рассмотрены в главе 9.

- *Руководство сделкой.* После того как документы подписаны, настоящая работа как раз и начинается. В этот момент у вас есть возможность осуществить свою стратегию на практике. Материнская компания уже не обвинит вас, если что-то пойдет не так, и в то же время никто не сможет помешать вам стремиться к выбранным вами целям. Имея мотивированную команду менеджеров и вложив свои средства в дело, на этом этапе именно вы определяете, сможете ли превратить свои предпринимательские идеи в великое предприятие. Хорошие партнеры отходят в сторону и дают менеджерам возможность работать. Деятельность после совершения выкупа компаний менеджерами рассмотрена в главе 10.

• *Планирование выхода из проекта.* Прибыль компании и доходы от акций являются просто эфемерными понятиями до того момента, пока вы не найдете способ получить их в денежной форме. Большинство менеджеров не планирует быстрого выхода из действующей компании, однако очень многие менеджеры и все инвесторы хотят получить как минимум часть своего капитала в денежной форме через 3–4 года. Один из способов этого добиться — сделать компании публичными. Большая часть управляющих, услышав слова «первоначальное публичное предложение» (IPO), рисуют в своем воображении только роскошь и большие деньги. Однако это означает также, что теперь вам придется отвечать перед большой группой инвесторов и вы можете столкнуться с растущей необходимостью в краткосрочных доходах, так что все «за» и «против» IPO следует тщательно обдумать. Возможно, наилучшим вариантом является стратегическая продажа. Все зависит от вашего бизнеса, но один момент имеет решающее значение: необходимо определить свою стратегию выхода из предприятия до заключения сделки. В главе 10 мы рассмотрим четыре возможных варианта стратегии выхода.

• *Покупка яхты.* Возможно, вы не мечтаете о мореплавании, однако вам нужно будет что-то делать со своим капиталом. Конечно, вы всегда можете принять решение о том, чтобы пустить его в оборот и вложить в выкуп следующей компании, что позволит еще больше увеличить вашу долю в американской мечте.

Этапы выкупа компаний не всегда следуют в указанном порядке (хотя яхта, как правило, не спускается на воду до последнего момента), однако обычно они так или иначе наступают. Процесс подготовки сделки может быть как очень быстрым, например в случае с компанией SAGA, так и буквально «замороженным», когда на ее завершение потребуется больше года. Как правило, характеристики процесса приводятся в соответствие с потребностями сделки. В последующих главах каждый из указанных вопросов будет рассмотрен более подробно.

## **Вы можете купить компанию**

За последние 15 лет мне приходилось работать над сотнями сделок, в том числе участвовать в заключении соглашений, общая стоимость которых превышает 1 млрд. долл. Я провел ряд успешных сделок, которые позволили нашим инвесторам получить потрясающие прибыли, однако достаточная доля проектов потерпела неудачу, поглотив при этом миллионы долларов. Я участвовал в процессе преобразования множества частных компаний в публичные, а также имел удовольствие быть председателем совета директоров компании, котирувавшейся на Нью-Йоркской фондовой бирже, и

присутствовать на торговой площадке в день первоначального публичного предложения акций. Мое путешествие было вдохновляющим и увлекательным. Однако две вещи в своей работе я действительно люблю особо.

Первая — это возможность работать над созданием преуспевающей инвестиционной фирмы в тесном сотрудничестве со своим партнером, а также с исключительными людьми из компании Thayer Capital. Это — удивительная команда. И самое замечательное, что я мог рука об руку трудиться с молодыми специалистами фирмы и наблюдать за их ростом — как в личном плане, так и в качестве инвесторов. Большой удачи быть не может.

Второе, что мне нравится, — это возможность работать с менеджерами-руководителями компаний, в которые мы вкладываем средства. Мне выпала счастливая возможность работать с исключительной группой менеджеров, и именно благодаря этим руководителям бизнеса мы превратились в преуспевающих инвесторов. Мы предоставляем им руководство и помогаем определить структуру сделок, но именно они ежедневно находятся на «поле боя», сражаясь за создание своих компаний. Они добиваются успехов, а мы с гордостью их сопровождаем. И благодаря нашей работе и предоставлению им рекомендаций по выкупу компаний они становятся собственниками своих предприятий, на которых до этого были просто сотрудниками. Из наемных работников, которые должны отчитываться перед руководством, они превращаются в серьезных собственников, управляющих принадлежащими им компаниями.

Я испытываю от этого глубокое волнение и поэтому люблю свою работу. Благодаря своим знаниям и капиталу я могу помочь менеджерам из числа сильных руководителей, имеющих небольшую долю собственного капитала либо не имеющих его вовсе, превратиться в предпринимателей, которые управляют своим кораблем и владеют большим капиталом. Для меня лично самым приятным чувством является то, что возникает, когда менеджерам, никогда прежде не задумывавшимся о выкупе компании, ты показываешь, что это действительно возможно. И такая возможность есть не только у Генри Крависа или Теда Форстманна, а у них тоже! Это здорово, и свою книгу я написал именно для этих менеджеров, а также для всех будущих руководителей, возглавляющих выкуп компаний.

Я написал эту книгу, чтобы научить вас заключать сделки, брать ответственность за свою судьбу в свои руки, а также со знанием дела добиваться удачи на вершине американского бизнеса — в сфере управления выкупами бизнеса менеджерами. Если вы пока не задумывались над тем, чтобы подготовить сделку, надеюсь, вас вдохновят рассказанные здесь истории. Если вам кажется, что выкупить компанию слишком сложно, а значит невозможно, надеюсь, подробная информация, приведенная в данной книге, покажет вам, что, обладая решимостью, можно добиться всего. Существует большое

количество компаний — источников ресурсов, которые готовы вам помочь (и разделить с вами успех). Так чего же вы ждете? Если вы талантливый менеджер, полны решимости и идей, значит вы способны это сделать. Данная книга и посвященный ей веб-сайт ([www.buyoutbook.com](http://www.buyoutbook.com)) покажут вам, что для этого нужно.



# ВЫРАЖЕНИЕ ПРИЗНАТЕЛЬНОСТИ

---

Мне посчастливилось работать с уникальной группой высококвалифицированных наставников, и я многому у них научился. В-первых, я выражаю благодарность Фреду Малеку, моему партнеру в течение шести последних лет. Фред Малек вырос в бедной семье, смог поступить в военное училище West Point, отличился среди «зеленых беретов», служа своей стране во Вьетнаме, а затем девять лет готовил отчеты о результатах деятельности фирмы Marriott Hotels, выкупил компанию Northwest Airlines и управлял ею, а также основал Thayer Capital — нашу инвестиционную фирму с доходом 1,2 млрд. долл. И это всего лишь его основные места работы. Он также работал у президента Никсона в Административно-бюджетном управлении и был руководителем отдела по подбору персонала Белого дома. Руководил разработкой Республиканской конвенции и подготовкой экономического саммита для президента Буша, а затем проводил предвыборную кампанию президента Буша в 1992 г. Это самый дисциплинированный и трудолюбивый человек из тех, кого я знаю, и он создал стандарт профессионального совершенства, к которому я стремлюсь. Он представляет собой «золотой стандарт» и является замечательным учителем.

Во-вторых, я благодарю сотрудников компании Thayer за их поддержку. Ни один руководитель не может добиться успехов без хорошей команды. А наша команда — лучшая. Выражаю благодарность Джеффу Готтману, Сиси Галлагер, Дугу Гилберту, Робу Мичалику, Даниелу Раскасу, Крису Темплу, Дугу Маккормику, Джону Исааксону, Барри Джонсону, Полетте Браун, Беттине Хелсинг, Энн Уильямс и Дженнифер Уолэйтис. Вы — лучшие, и именно ради вас я прихожу на работу каждый день. До того как я пришел в компанию Thayer, я имел возможность поучиться у некоторых других замечательных инвесторов и наставников. Хочу поблагодарить Билла Барнума и Кипа Хагопиана из Brentwood Associates, а также самого веселого инвестора Майка Фуртика из Hancock Park Associates, который научил меня смеяться всегда, независимо от того, сколько денег ты заработал или потерял.

В своей книге я пытался показать, что инвесторы в выкупы компаний ничем не лучше тех менеджеров, которые управляют компаниями. Выражаю глубочайшую благодарность всем замечательным менеджерам, с которыми мне посчастливилось работать и у которых я мог учиться; среди них: Дан Гиллис, Гарри Маккрири, Фил Нортон, Пол Стерн, Мики Флуд, Стью Джонсон, Грэм Перкинс, Роджер Баллоу, Билл Хувер, Крис Франко, Джим Патерак, Джо Келли, Тони Маккиннон и Рон Кристман.

Эта книга посвящена вам, великие менеджеры, а также всем тем руководителям, кто готов последовать вашему примеру и, набравшись смелости, действовать самостоятельно и встать во главе выкупа компании менеджерами.

Без большой работы, сотрудничества и заботы Роберта Гюнтера данный проект никогда не сдвинулся бы с мертвой точки. Спасибо, Роберт, а также спасибо моему хорошему другу профессору Терри Лапьеру за поддержку и знакомство с Робертом. Благодарю также своего старого друга Майкла Льюиса, самого замечательного писателя из всех, кого я знаю, чье вдохновение научило меня в 1985 г., что простые смертные действительно могут публиковать свои книги. Надеюсь, что однажды я смогу писать, как он.

Я искренне признателен Олу Зукерману из агентства The Writer's House за его старания при поиске издателя, а также Рею О'Коннеллу и сотрудникам АМАСОМ за их энтузиазм в отношении проекта и правку чернового варианта.

Наконец, последние в этом списке, но первые в моем сердце — Мария и Александра, благодарю вас за ваше терпение и понимание, когда мне приходилось нарушать все планы на выходные и вечера, чтобы работать над проектом.

## ГЛАВА 1

---

# Мечта американского менеджмента

*Посмотрите на черепаху. Она двигается вперед только тогда, когда высовывает голову наружу.*

Джеймс Брайант Конант

**П**ервого апреля 1997 г. Дан Гиллис, президент американского отделения компании Software AG, улыбаясь, стоял на сцене огромного конференц-зала отеля Hyatt Dulles в городе Рестоне, штат Виргиния. Зал заполняли сотни сотрудников Software AG. Остальные работники компании наблюдали за происходящим в режиме глобальной видеоконференции со своих рабочих мест по всей стране, а также в Японии и Израиле. Это было первое собрание персонала с момента назначения Гиллиса президентом американского отделения немецкой компании-разработчика программного обеспечения в мае 1996 г. Присутствующие съехались заранее. Зал, где проводилось собрание, был рассчитан только на стоящих. В специальном уведомлении, которое Гиллис разослал работникам за неделю, их информировали лишь о том, что на собрании будут представлены «последние достижения фирмы» в первом квартале, а также сделано несколько «специальных объявлений». Однако в зале чувствовались нервозность и неуверенность. Работники знали, что цель собрания — намного серьезней, чем просто представление последних новостей. Вот только хорошие это известия или плохие?

Предположений было немало. Сотрудники американского отделения знали о том, что их немецкая материнская фирма несет убытки и не

производит новой продукции. Моральный дух был на низком уровне, а уровень текучести кадров вырос до 40%. Очень многим финансовым экспертам приходилось засиживаться за работой допоздна. Проводились бесконечные совещания при закрытых дверях, туда-сюда сновали служащие, принимавшие у себя юристов и других профессионалов в строгих костюмах. В коридорах штаб-квартиры компании в Виргинии циркулировали слухи о том, что фирма выставлена на продажу. В какой-то момент казалось, что немецкую фирму может купить компания SAP, потом в качестве потенциального покупателя называли фирму Oracle. Затем распространилась весть о том, что Гиллис увольняет всех исполнительных директоров. Самым страшным был слух о том, что фирму собирается приобрести компания Computer Associates, и это было пугающей перспективой, поскольку влекло за собой потерю работы для 60–80% сотрудников. Большинство было уверено — готовиться нужно только к плохому.

Поэтому, когда долговязый президент появился перед аудиторией и пошутил по поводу того, что он собрал здесь всех не для того, чтобы обсуждать требования к внешнему виду сотрудников, это вызвало чувство нервного ожидания. После нескольких вводных фраз Гиллис показал слайд, который гласил: «Software AG стала независимой компанией по разработке программного обеспечения». На мгновение воцарилась тишина, настолько ошеломляющей была новость. В конце концов, это ведь было первое апреля — «день дураков». Может быть, это шутка? Но уже в следующий момент зал взорвался аплодисментами. «Вчера мы подписали все документы и стали *независимой* компанией», — сказал Гиллис, делая паузу перед каждым словом, чтобы насладиться победой и чтобы смысл сообщения дошел до всех.

Описывая сделку и отвечая на вопросы, Гиллис старательно растолковывал одну и ту же мысль, что отныне судьба компании в ее собственных руках. «Самое важное то, что наш успех теперь полностью зависит от нас самих», — сказал он своим сотрудникам. — Я думаю, что в прошлом мы пытались искать оправдания и при этом часто кивали на нашу материнскую компанию. Теперь все изменится. Это большое достижение и вместе с тем огромная ответственность. Отныне мы в ответе за свое будущее. У меня это вызывает действительно хорошие чувства. А у вас?» В ответ он получил гром аплодисментов и широкие улыбки, хотя налет нервозности, связанной с разрывом с «родительским домом», все же остался.

Однако компании, которая привыкла все время согласовывать свои действия со штаб-квартирой в Германии, было не так-то просто свыкнуться с этой новостью. Под занавес по громкой связи поступил вопрос от служащего в Сиэтле. Из слов Гиллиса следовало, что выкуп позволит им в Америке

продолжить свои собственные разработки и приобретение программного обеспечения. Сотрудник на другом конце провода поинтересовался: «Существуют ли какие-нибудь ограничения на покупку или продажу технологий, которые соответствуют американскому рынку, но не подходят для Германии?» Отвечая на этот вопрос, Гиллис показал на проектор и зачитал: «Независимая компания по разработке программного обеспечения. Спасибо». После того как стихли воодушевляющие аплодисменты, он продолжал: «Мы никоим образом не ограничены в реализации нашей стратегии. Это исключено. Мы можем выбрать свое стратегическое направление, и это будет наш собственный курс. *Ничто* не может помешать нам в осуществлении нашей стратегии. Это нужно понять, и я думаю, что в этом и состоит сила нашего нового положения. Именно это и происходит».

Он сделал паузу и спросил: «Считаете ли вы это сообщение чрезвычайно важным или нет?»

Слушая аплодисменты, даже Гиллис в тот момент не представлял, насколько важным было его сообщение на самом деле. Никто из нас пока об этом не догадывался.

## Удар молотка на Нью-Йоркской фондовой бирже

Сообщение Гиллиса стало кульминацией многомесячных усилий его самого и вице-президента по финансам Гарри Маккрири, направленных на то, чтобы воплотить мечту о собственности в жизнь. Им пришлось маневрировать на межгосударственном «минном поле» сложных, порой мучительных проблем, чтобы попасть в цель размером с булавочную головку. Они работали с нашей фирмой, занимающейся прямыми инвестициями, чтобы собрать средства для проведения сделки, и, подгоняемые банками материнской компании в Германии, выработали соглашение с ней в немыслимо сжатые сроки. Гиллис и Маккрири смогли отделить компанию от материнской и взять ее в свои руки.

«Поначалу многие очень сомневались в том, что у нас получится, — рассказывал Гиллис своим сотрудникам. — Немцы были полны сомнений. Временами мы сами тоже сомневались, ведь было так много сложных составляющих, которые нам предстояло собрать воедино».

Перед ними лежал трудный путь, но он вел к одному из наиболее успешных в истории выкупов компаний менеджерами. С 1996 по 1997 год чистая прибыль компании увеличилась более чем вдвое, а выручка выросла на 16% и достигла 181 млн. долл. Гиллис и его команда создали совершенно новую стратегию быстрого роста посредством осуществления стратегически важных поглощений и разработки сложного меж-

платформенного программного обеспечения, связывающего главные компьютеры (мейнфреймы) с распределенными компьютерными сетями и Интернетом. Уровень текучести кадров резко упал, когда более 80 человек впервые получили опционы на акции, а ощущение независимости способствовало укреплению морального духа. Это почувствовали даже клиенты и поставщики.

Через семь с небольшим месяцев после завершения сделки, 31 марта 1997 г., было осуществлено первоначальное публичное предложение (IPO), и цена закрытия составила 10 долл. за акцию. Это означало, что стоимость доли, в которую менеджеры инвестировали 1 млн. долл., превысила теперь 40 млн. долл. Гиллиса и Маккрири, которые семь месяцев назад были просто менеджерами отделения компании, показывали теперь в новостях CNN, они владели всеми богатствами мира и стояли у штурвала своего собственного корабля. Миллионы телезрителей наблюдали за тем, как Гиллис сделал то, о чем даже наиболее влиятельные боссы корпораций могут только мечтать. С улыбкой глядя в зал Нью-Йоркской фондовой биржи (New York Stock Exchange — NYSE), он закрыл торги ударом молотка. Как же им удалось этого добиться?

## Мечта американского менеджмента

Началось все с мечты «торговца» и «бухгалтера». По мнению Маккрири, мир Software AG делился на «технарей», т. е. «бухгалтеров» (иными словами, тех, кто считает деньги) и «торговцев» (тех, кто занимается маркетингом). Гиллис пришел в компанию не так давно. Он поступил на работу в январе 1995 г., после того как одна фирма купила компанию Falcon Microsystems, где он занимал должность исполнительного вице-президента. В Software AG Гиллис стал старшим вице-президентом по продажам, а в мае 1996 г. был назначен президентом. Маккрири критически называл Гиллиса «торговцем». Его нельзя было назвать ловкачом, однако это был требовательный, прямолинейный выходец из штата Род-Айленд — творческий руководитель, воображение которого позволило создать большую мечту, а убедительность и упорство — воплотить ее. Его незатейливо обставленный кабинет завешан фотографиями семьи, а также его самого в компании с такими знаменитостями, как Стив Форбс\*, Джордж Буш и Колин Пауэлл. За внешностью, напоминающей вкрадчивого директора частной школы с изысканными манерами, скрывался энтузиазм, который проявился при выкупе компании. Есть у него еще и «маленькая» слабость, которую

---

\* Стив Форбс — президент и генеральный директор компании Forbes Inc., главный редактор журнала *Forbes*, дважды баллотировался на пост президента США. — *Прим. пер.*

он позволил себе после обретения состояния, — черный «Мерседес-500» седан с номерным знаком AGS (его символом на тикере\* Нью-Йоркской фондовой биржи). Правда, надо сказать, что последним достижением он гордится не слишком сильно.

Дан Гиллис рос в городе Провиденс, штат Род-Айленд. Он был средним из пяти детей в семье инспектора по строительству железнодорожных мостов. Дан обучался в частных школах, получил степень бакалавра менеджмента в Университете Род-Айленда и работал агентом по продажам в компании Kodak. За два десятилетия он сделал отличную карьеру в компьютерной отрасли, работая в компаниях IBM, Exxon Office Systems и Wang. На последнем — перед Software AG — месте работы в фирме Falcon Гиллис способствовал увеличению доходов с 13 до 180 млн. долл., прежде чем фирма была продана.

Маккрири был своим человеком в компании (инсайдером). Он проработал на нее десять лет и хорошо разбирался в механизмах, заставлявших ее функционировать по обоим сторонам Атлантики. Это был «бухгалтер», стратег сложных сделок, который умеет оценить цифры и заставить их «плясать под свою дудку». Он отличался напускным цинизмом и обладал внешностью крутого чикагского полицейского. (Позже он так прокомментировал сделку по выкупу компании: «Я просто сделал то, что необходимо было сделать, — поступил так, как я делаю всегда; просто на этот раз результат получился более значимым».) Такой грубоватый подход успешно сочетался у него с добродушной манерой общения и огромным чувством юмора. Главным же качеством Маккрири было то, что он всегда шел против течения. Одинокий пикап GMC среди целого моря мощных европейских автомобилей на стоянке Software AG Americas (SAGA) принадлежит ему.

Будучи ребенком, Маккрири наматывал трансформаторы в мастерской своего отца в Чикаго. До того, как он получил специальность бухгалтера в колледже Уолтон и сертификат дипломированного общественного бухгалтера (Certified Public Accountant — CPA), Маккрири служил артиллеристом и механиком во Вьетнаме, а после возвращения оттуда был управляющим станции техобслуживания. После приобретения опыта в области бухгалтерии в компании A.B. Dick он занимал высшие руководящие должности в таких высокотехнологичных компаниях, как Syquest Technology, Automated Microbiology и MAC Associates. Маккрири руководил множеством проектов по изменению стратегий компаний и участвовал в создании полудюжины начинающих компаний. Начав работать в Software AG, он полагал, что

---

\* Тикерный символ (ticker symbol) — кодовое сокращение названия компании (ценой бумаги) для целей идентификации и передачи информации. Это сокращение используется на ленте тикера, в газетах, при передаче котировок на экране информационной системы. — *Прим. ред.*

такая жизнь для него уже в прошлом, — пока не появилась возможность провести данную сделку.

Наверное, единственной общей чертой Гиллиса и Маккрири было то, что оба они служили во Вьетнаме, где продемонстрировали стойкость и способность упорно держаться под огнем противника. И вновь они оба оказались в одном окопе. На первый взгляд, их союз был малоперспективен с точки зрения профессиональной подготовки, внешних качеств и характеров обоих. Однако они оказались идеальной парой, поскольку качества и способности одного дополняли способности и систему ценностей другого, что в результате привело к успеху.

Гиллис и Маккрири превратили SAGA в преуспевающую фирму, в два раза увеличив прибыли за период 1995–1996 гг. В это время их германская материнская компания находилась в глубоком финансовом кризисе, так что у них были все возможности насладиться ее банкротством или же приобрести, а потом ликвидировать. Ситуация была неоднозначной. Однако они выбрали третий путь, посчитав, что именно сейчас открывается давно ожидаемая возможность. В данных обстоятельствах они могли не просто управлять компанией, а получить ее в собственность.

## **Возможность появляется**

Примерно через пять месяцев после назначения президентом, в 1996 г., Гиллис появился в просто обставленном кабинете в немецком городе Дармштадте и стоял, пристально глядя на доктора Петера Шнелля, располагавшегося по другую сторону стола. Шнелль был блестящим инженером, который основал Software AG 25 лет назад. Из начинающей компании Шнелль превратил фирму в лидера сферы систем управления базами данных для мейнфреймов, доходы которого к 1989 г. перевалили за 500 млн. долл., и стал одним из богатейших людей Германии. Обладая компанией, по размерам равной Microsoft и превышающей SAP, и самомнением им под стать, в 1980-е годы он на какое-то время занял трон короля германских технологий.

Однако Шнелль совершил ошибку — он отбросил системы «клиент/сервер» и реляционные базы данных как неэффективные платформы и потерял возможность разрабатывать новые продукты для этих быстрорастущих сегментов рынка. С 1989 г., несмотря на бурное развитие глобального рынка программного обеспечения, доходы его компании перестали расти. Высокие накладные расходы, а также отсутствие сконцентрированности и авторитарность управления привели к снижению эффективности и убыткам. Ошибочные решения, принимаемые на протяжении ряда лет, поставили фирму на грань банкротства.



Гиллис приехал в Германию для участия в ежемесячном совещании исполнительного комитета. Нагнувшись над столом для заседаний, он сообщил Шнеллю, что компания может потерять 57 млн. немецких марок. Шнелль, отказывавшийся признавать существование проблем, взорвался. Он бегал вдоль стола и кричал на Гиллиса. «Партнеры и менеджеры знали, что я был прав, но никто не осмеливался заикнуться об этом», — рассказывал Гиллис. Шнелль не хотел слышать ничего подобного, а компания продолжала тонуть. Айсберг? Какой еще айсберг?

Шел октябрь. Гиллис знал, что время, в течение которого можно действовать, ограничено. Он понимал, что германской компании, оказавшейся без гроша в кармане и страдающей от убытков, придется распродавать активы для погашения долгов, срок уплаты которых наступал в апреле 1997 г. Знал, что компанию могут выставить на продажу, и хотел ее купить. Уж если компании суждено обрести нового хозяина, то пусть он не будет со стороны. Но, как решиться на приобретение отделения крупной германской компании по разработке программного обеспечения, стоимость которого составляла 160 млн. долл.? Отделения компании, нетвердой походкой приближавшейся к своей смерти? Не такая уж это и незначительная сделка.

Вернувшись домой после октябрьского совещания, Гиллис пригласил к себе Маккрири и финансового директора Гэри Хейза. «Знаете, парни, — сказал он, — так больше продолжаться не может. Должно произойти одно из двух. Немцы, вероятно, назначат новое руководство, которое потребует от нас увеличения доходов, но мы с таким же успехом можем начать зарабатывать больше, не дожидаясь их указаний. А если мы что-то заработаем, то сможем выкупить эту фирму. Никто не заинтересуется ею в том состоянии, в котором она сейчас находится, так что нам надо как можно быстрее привести ее в порядок».

Маккрири часто думал о возможности выкупа компании, но каждый раз это выглядело маловероятным. Нужно было прижать германское руководство к стене, чтобы оно согласилось расстаться со своим американским отделением. Рынок программного обеспечения США был самым быстрорастущим и современным в мире. Немцы могли допустить выкуп компании только в безвыходном положении. Этот момент настал, но сделка все равно была очень рискованной. «Наконец стало понятно, что они вот-вот будут загнаны в угол и на пять дней такая возможность появится, — говорит Маккрири, — если набраться смелости, то при некотором везении все может получиться. Так что идея была не безрассудной, а всего лишь преждевременной. Немцы ведь еще не начали продавать свое имущество».

Руководству компании требовался также финансовый партнер, который согласился бы быть наготове. В этом случае появлялась возможность про-

вернуть сделку буквально за сутки. «Речь шла о покупке довольно давно существующей компании у немецкой материнской фирмы, — говорит Маккрири. — Здесь требовался покупатель, политически корректный по отношению к немцам, а это сразу же исключало 95% инвесторов, способных профинансировать сделку такого размера. Мы знали, что немцы захотят провести сделку просто и быстро и покончить с ней без лишних игр и споров. Нужно было свести покупателя и продавца, и на это давалась всего одна попытка. Иными словами, предполагалось, что “пара” должна быть из разряда тех, что подбираются “на небесах”».

На заседаниях исполнительного совета в Дармштадте Гиллис держал язык за зубами, однако продолжал разрабатывать планы. После совещания в октябре он попросил членов совета частным образом поговорить со Шнеллем о продаже американской фирмы. Он считал, что это умный и политически корректный ход в отношении Шнелля, однако быстро получил от него ответ: «Ни за что». Германский совет, наконец осознав масштабы проблемы, уже принял решение предпринять чрезвычайные и решительные меры — сменить руководителя. Шнелль был отправлен в отставку, а на его место быстро назначен другой человек, который, однако, пока не взял бразды правления в свои руки. Гиллису пришлось немного подождать. «Они столкнулись с проблемой привлечения капитала, — говорит Гиллис, — нужно было продавать активы. Однако банк наложил ограничение на использование всех их реальных активов. Поэтому единственным активом, который они могли продать, оказалась наша компания».

## Телефонный звонок на 200 миллионов долларов

Нередко для успеха крупных вложений необходимо оказаться в нужное время в нужном месте. В октябре 1996 г. боги инвестиций явно благоволители мне. Со мной связался Фил Нортон, генеральный директор E-Plus, местной компании, занимающейся лизингом компьютеров, финансированием и оказанием услуг. Маккрири арендовал у фирмы E-Plus компьютеры и обратился к ней с просьбой свести его с инвестиционными компаниями, которые могли бы профинансировать сделку с Software AG. За четыре месяца до этого я, по рекомендации моего партнера Фреда Малека, стал членом совета директоров E-Plus, а компания Software AG была мне известна еще со времен работы в инвестиционном банке Morgan Stanley, финансировавшем высокотехнологичные отрасли. Нужно ли объяснять, что я заинтересовался, когда Нортон подкинул мне эту проблему. Компания обладала мощным, хотя и потускневшим наследием, а также хорошей репутацией в области технологий.

Через два дня, 7 октября 1996 г., за ленчем в суматошном гриль-баре на Маркет-стрит в центре Рестона, в компании с Нртоном и исполнитель-

ным вице-президентом e Plus Брюсом Боуэном я встретился с Маккрири и финансовым директором Гэри Хейзом. Я выяснил, что американское отделение имело замечательную клиентскую базу, включающую в себя 1500 компаний, в том числе такие фирмы, как Sprint, Morgan Stanley, Delta Airlines, Федеральное управление авиации и Джорджтаунский университет. Отделение росло, но ему не позволялось заниматься приобретениями, и к тому же все заработанные им средства отправлялись в Европу, чтобы помочь материнской компании выйти из экономического кризиса. Создавалось впечатление, что германской компании придется продать этот бизнес, и ожидаемая цена продавца в размере 85 млн. долл. укладывалась в приемлемые пределы. На меня произвели большое впечатление как сами менеджеры, так и их готовность взять на себя финансовые обязательства в размере 1 млн. долл. Все это выглядело слишком хорошо, чтобы быть правдой. В такой ситуации всегда нужно ждать появления подводных камней. В любой сделке бывают сбои.

Обе стороны успешно пережили эту первую встречу. В ноябре, после «танцев» Гиллиса и Шнелля вокруг стола переговоров, Гиллис и Маккрири встретились со мной в шумном вестибюле отеля Reston Hyatt. Там, на плетеных диванах, под огромной застекленной крышей, мы начали обсуждать условия соглашения с менеджментом. Гиллис и Маккрири хорошо подготовились и были осведомлены о жестких условиях сделок с менеджерами. Мы договорились о том, что менеджеры получают опционы на приобретение 15% акций по цене их покупки инвестором. Из них 12% планировалось предоставить сразу же после завершения сделки, а остальные — после того, как компания достигнет целевых показателей. Обе стороны знали о том, что, по действовавшим на тот момент меркам, 15% — это предельно высокая доля для руководителей компании, но люди, которые сидели передо мной, сделали данную сделку возможной, к тому же у них была мощная стратегия, позволявшая двигаться вперед. Я посмотрел Гиллису в глаза, и мы ударили по рукам. Все были готовы действовать.

Опционы предоставлялись на трехлетний срок, при этом мы не собирались вносить какие-либо изменения в существующую систему выплаты вознаграждения менеджерам. Менеджеры компании предполагали также инвестировать дополнительно около 1 млн. долл. в собственный капитал компании. Для всех нас данная сделка была одним из самых важных событий нашей профессиональной деятельности, несмотря на то, что соглашение состояло всего из четырех пунктов и умещалось на одном листке бумаги.

Сохранение системы вознаграждения менеджмента в конечном итоге сыграло для нас роль козыря, оставленного про запас. Другая фирма по выкупу компаний, с которой Гиллис и Маккрири вели переговоры, предло-

жила иной подход. Во время телефонного разговора инвестор поинтересовался у Гиллиса, сколько тот зарабатывает. Он ответил, что всего, включая бонусы, у него выходит более 600 тыс. долл. Инвестор высказал мысль о том, что это слишком много, и, возможно, сумму придется подкорректировать. Очевидно, это был неверный ответ. Гиллис подумал, что, если этот инвестор демонстрирует свою скупость еще до того, как сделка состоялась, то страшно представить, что он позволит себе, когда станет владельцем контрольного пакета акций компании.

Таким образом, наш соперник упустил возможность участвовать в сделке. Если учитывать то, что стоимость наших инвестиций, первоначально составлявшая менее 30 млн. долл., на момент первоначального первичного предложения акций (IPO) перевалила за 200 млн. долл., тот телефонный звонок обошелся потенциальному инвестору очень дорого. Все сделки подобного рода основываются на доверии со стороны всех участников, испугать же потенциального партнера труда не составляет. Данное происшествие помогло нам вывести на первый план поддержку менеджеров компании, которую мы собирались финансировать. Если инвестор, способный вложить в компанию огромные средства, придирается к тем людям, которые должны обеспечить окупаемость инвестиций, он сэкономит на мелочах, но потеряет в крупном.

Во время моих встреч с Гиллисом и Маккрири мы структурировали сделку со стороны покупателя. Было составлено соглашение с менеджментом и разработана общая стратегия финансирования. Теперь дело было за малым — требовался продавец, желающий продать компанию.

## Превращение в «белого рыцаря»\*

Гиллис знал, что новому генеральному директору необходимо определенное время, чтобы полностью осознать сложность положения компании. Как и следовало ожидать, генеральный директор Эрвин Конигс появился на своем первом совещании в Дармштадте с оптимистичным настроением. «В декабре он все еще чувствовал себя достаточно хорошо, — вспоминает Гиллис, — он был готов спасти мир».

Однако затем на плечи Конигса легла вся тяжесть проблем компании. В качестве «приветственного подарка» в честь своего появления в компании Эрвин получил сообщение о том, что она несет убытки в размере 3 млн. долл. в месяц и что через 120 дней наступает срок погашения задолженности перед банками в размере 70 млн. долл. Это был

---

\* Выражение «белый рыцарь» используется для обозначения потенциального дружественного покупателя, которого находит «компания-жертва», чтобы избежать враждебного поглощения. — *Прим. пер.*

тяжелый день. Вскоре после такого крещения Конигс позвонил Гиллису и стал взволнованно говорить, что компания может обанкротиться, если и другие банки решат потребовать погашения кредитов. Только одиннадцатичасовые переговоры, проведенные умным, напористым Конигсом, позволили отсрочить момент краха. Тем не менее до 31 марта им нужно было показать прибыль и изыскать средства, в противном случае дефолт становился неизбежным. После этого последовал непродолжительный период эйфории, когда казалось, что компания SAP может выкупить своего германского соотечественника, однако в конечном итоге совет директоров SAP отклонил сделку. «Белого рыцаря», который мог бы появиться и спасти их, не было, а часы неумолимо вели отсчет времени.

Конигс не скрывал правды. Январское заседание совета он открыл следующими словами: «Господа, у нас есть проблемы». Срок погашения банковских кредитов приближался очень быстро. Он обрисовал ситуацию и заявил, что им необходимо предпринять что-то радикальное. Положение дел было чрезвычайно мрачным. Конигс рассказывал команде топ-менеджеров о том, как почтенный 30-летний гигант мирового масштаба по производству программного обеспечения разоряется. Они оказались в беде.

Большинство исполнительных директоров, присутствовавших на собрании, вероятно, старались не слушать Конигса и пытались вспомнить, где находятся последние варианты их резюме. Они надеялись, что есть вакансии в компании Microsoft. Однако один из присутствующих улыбался. Это был региональный менеджер по США Гиллис. Именно этого момента Дан ждал всю свою жизнь. Во время перерыва он подошел к Конигсу и спросил:

— А запасной план у вас есть?

— Нет, — ответил Конигс.

Тогда Гиллис произнес самую важную за всю свою профессиональную деятельность фразу:

— Зато он есть у меня.

— И что это за план?

— Я готов купить у вас американскую компанию.

Конигс моментально оценил предложение. Он находился под перекрестным огнем со стороны банков, и Гиллис только что указал ему выход. Он продаст американскую компанию или ее часть, расплатится с банками, спасет компанию и сохранит работу немецким сотрудникам. Сделка позволит вовремя наполнить казну германской фирмы, чтобы погасить задолженность по банковским кредитам до 31 марта. Однако срок наступал менее чем через три месяца. Успеют ли они? Конигс планировал посетить

Соединенные Штаты через две недели, и Гиллис предложил ему встретиться, чтобы обсудить условия сделки.

30 января 1997 г. Конигс летел в Вашингтон на встречу с руководителями американского подразделения компании. Перед тем как прибыть в Reston Hyatt, он хорошо все обдумал, и у него появились новые мысли. Ему не нравилась идея вступления в отношения с ловкими американскими финансистами. Он боялся того, что после продажи компании американский покупатель может здорово погреть на этом приобретении руки. Накануне приезда Конигса Маккрири целый день и вечер обсуждал преимущества сделки с главным финансовым директором германской компании Фолькером Даведайтом. Перебрав огромное количество вариантов и потребив еще больше алкоголя и пищи, Даведайт согласился с тем, что другого пути спасения компании действительно нет. Американское отделение было ее единственным активом, который можно было реализовать. Они не могли продать акции материнской компании, поскольку капитал был заморожен в некоммерческих трастах Шнелля. Теперь нужно было убедить Конигса. Переговоры с ним начались в 5.30 вечера и закончились только в 10 часов. Наконец он согласился. Взволнованный Гиллис позвонил мне в 11 часов вечера и сообщил, что час пробил. На следующий день в 8.30 утра у нас была назначена встреча с Конигсом.

## Второго шанса не будет

Я уже почти уснул, готовый увидеть сон о сделках, которые случаются только раз в жизни, таких, как Software AG, как мне позвонил Гиллис. Он сообщил, что, по его мнению, мы можем заключить соглашение, но у нас на это всего один день — завтрашний, — пока Конигс не уехал. Повесив телефонную трубку, я посмотрел на темный потолок. Настроен я был чрезвычайно скептически. Может ли выжить столь быстро организованная сделка? Компания была основным активом немцев. Действительно ли они готовы ее продать? А Конигс? Несмотря на то, что я никогда с ним не встречался, через десять часов я должен был сесть за стол переговоров и заключить сделку стоимостью 85 млн. долл.

Гиллис и Маккрири подробно ознакомили меня с условиями, однако решающую роль могла сыграть совместимость с Конигсом. Мой отец был немцем, так что я надеялся, что смогу хоть немного понять партнера. Кроме того, парой слов я был готов продемонстрировать свой арсенал немецкого: «Wie gehts?»\* Если он продолжит по-немецки, я погиб. Говоря серьезно, если окажется, что наши цели не совпадают, или он почувствует,

---

\* Как дела? (нем.) — Прим. пер.

что мы можем повредить его позициям на американском рынке, о сделке можно забыть. Ни на подготовку, ни на проведение встреч в неформальной обстановке, за коктейлем, времени не было. У нас был всего один шанс, чтобы все получилось. Если Конигсу не понравится хотя бы мой галстук, сделка может сорваться за несколько минут. Я плохо спал, прокручивая в голове события предстоящего дня. Если бы я был равнодушен к сделке, такого напряжения, наверное, не было бы. Но я знал, что, если совместно с этой командой менеджеров мы выкупим компанию, успех может быть поразительным.

Рано утром следующего дня мы собрались в конференц-зале штаб-квартиры Software AG в Рестоне. Встреча началась хорошо, а прошла еще лучше. Конигс оказался собранным, однако очень прямым человеком и произвел на меня впечатление скорее решительного топ-менеджера из Кремниевой долины, чем немецкого бюрократа. Это был деятельный человек, для которого важно доводить дело до конца, а его главный финансовый директор Фолькер Даведайт отличался огромными размерами и великолепным чувством юмора. Наш стиль — максимальная гибкость в партнерских отношениях, и мы гордимся тем, что не ведем себя подобно важничающим нью-йоркским банкирам. Реакция Конигса и Даведайта была доброжелательной, и наше взаимодействие оказалось хорошим. Мы перешли к обсуждению перечня условий и удивительно быстро договорились о сделке. Однако Конигс был слишком прямолинеен, и любой неправильный шаг с нашей стороны мог привести к срыву. Нам предстояла бумажная работа. В течение недели мы обменялись по факсу несколькими страницами с описанием основных принципов. Эти бумаги, после того как ими занялись юристы, в конечном итоге превратились в пакет документов объемом более 300 страниц. Было это задолго до заключительного обеда.

Каждый день Гиллис звонил Конигсу, чтобы убедиться, что тот все еще в деле. Сделка его жизни была организована столь быстро, что он хотел быть уверенным в том, что планы партнеров не изменятся. Однажды в марте, когда он позвонил Конигсу, тот в нетерпеливом ожидании спросил: «Когда же мы завершим нашу сделку?» Гиллис вздохнул с облегчением. Конигсу это было нужно так же сильно, как и ему самому. «Именно тогда я понял, что сделка состоится», — говорит Гиллис.

## Решения Дармштадта

В начале марта я поехал вместе с Гиллисом в Германию, чтобы представить наши планы совету директоров (по-немецки «Vorstand») и трудовому совету материнской компании. В Германии трудовой совет, в который

входят сотрудники компании, играет центральную роль в корпоративном управлении. Своим решением совет мог утвердить сделку или отклонить ее. Чтобы выслушать наше выступление, на совещание собралось около пятидесяти представителей трудового коллектива.

То, что в моем запасе было всего несколько немецких словечек, нисколько не помешало. Когда один из членов совета, улыбаясь, заметил, что у меня немецкая фамилия и спросил, не работает ли кто-либо из моих родственников в судостроении, мы поняли, что все идет довольно хорошо. Никто из моих родных, конечно, не работал в этой отрасли, но, по крайней мере, члены совета почувствовали ко мне расположение. Главное, что продажа позволяла компании рассчитаться с банками и сохранить работу более чем 1400 немцам. Им также понравилось то, что мы поддерживали группу американских менеджеров, которые были им знакомы, и что после передачи нам в управление активов стратегия фирмы сильно не изменится.

Хотя мы и надеялись на благоприятный результат, я не был готов к тому, как члены совета отреагировали на наши предложения. В конце выступления они начали стучать кулаками по столу. Я не знал, значило ли это: «Сбросьте этого американского бездельника с балкона» или «Предлагаем завершить совещание». Однако все улыбались, так что я предположил, что это был знак одобрения, чему позже получил подтверждение. Для нас этот стук звучал как музыка.

## Подозрения в нечистоплотности

Шла упорная работа. Гиллис и Маккрири соревновались в том, кто первым придет в офис. Гиллис наконец признал свое поражение, когда обнаружил, что Маккрири приходит на работу в 3 часа ночи. Двое финансистов из подразделения Маккрири трудились сутками, разрабатывая план во всех подробностях. Работа была настолько интенсивной и секретной, что жена одного из сотрудников впоследствии поделилась с Гарри возникшими у нее тогда подозрениями, что ее сорокалетний муж завел роман. Действительно, тот работал по 18 часов в сутки, не рассказывал ей о том, что происходит, и каждый вечер возвращался домой с улыбкой на лице.

Наверное, она была не так уж далека от истины. Для основной группы сотрудников, работавших над подготовкой сделки, данное развлечение с заветной мечтой было рискованным, поскольку многие из них делали свою карьеру, будучи связанными обязательствами с крупными корпорациями. Уход от уставшей германской материнской компании к волнениям и романтике начинающей фирмы был шагом в сторону от консервативного корпоративного существования. Да можно ли вообще спать, когда участвуешь в таком захватывающем, вызывающем сердцебиение деле?



## День независимости

Временами волнение перехлестывало через край. За две недели до завершения сделки наш ведущий кредитор, который должен был дать 15 млн. долл., отказался от участия в предприятии. Нам трудно было в это поверить — мы сразу же попали в кризисную ситуацию. Бизнес, связанный с разработкой программного обеспечения, всегда трудно продать банкам. Твердых активов здесь немного, а технологии сложны для понимания. И вот, когда срок заключения сделки был уже на носу, мы остались без финансирования. При подготовке любой сделки бывает момент инстинктивной паники, наступил он и в нашем деле. Все работали в страшной запарке. Каким-то чудом Маккрири все же нашел другой банк, готовый профинансировать компанию. В результате он сразу заработал репутацию «самого ценного специалиста по заключению сделок». «В последний момент нам удалось свести концы с концами», — комментирует Гарри.

Завершение сделки вечером 31 марта, когда группа юристов в конторе юридической фирмы Arnold & Porter в Вашингтоне рассуждала о тонкостях тщательно составленных документов, стало чуть ли не самым скучным моментом для всех, кроме Маккрири. Он до последнего момента бился над мельчайшими элементами сделки и в конце концов вздохнул с облегчением. Маккрири ликовал — наконец-то он был свободен.

В ходе тщательной разработки всех деталей сделки Гиллису и Маккрири несколько раз везло. «Удача улыбалась нам много раз, — говорит Маккрири, — мы выбрали правильных партнеров. Они избавились от основателя компании буквально в самый последний момент. Промедли они хотя бы месяц, и нам бы ни за что не реализовать эту сделку».

В течение года после собрания сотрудников 1 апреля моральный дух в компании поднялся, уровень текучести кадров снизился более чем вдвое, производительность труда повысилась, и фирма приняла грандиозную программу по научно-исследовательским и опытно-конструкторским работам (НИОКР). Через шесть месяцев компания сделала первое приобретение. Гиллис привлек специалистов по маркетингу из фирмы Iomega, нанял старшего сотрудника по технологиям и еще более 100 сотрудников. Компания, которая превратилась в SAGA Software, начала разработку своих собственных продуктов, что превращало ее из дистрибьютора в разработчика программного обеспечения. Была сформулирована стратегия, направленная на достижение ведущего положения в области межплатформенного программного обеспечения, которое связывает Интернет с существующими мейнфреймами.

Даже несмотря на свое местоположение на Восточном побережье, компания завоевывала явную популярность. Одно из собраний сотрудников

Гиллис начал с того, что надел темные очки и прошелся по сцене «лунной походкой». Нет, Дороти, мы определенно уже не в Дармштадте\*.

## Дорога и клешня краба

Путешествие по «американским горкам» только начиналось. Поскольку новая компания демонстрировала хорошие результаты, следующим шагом стало проведение утомительных двухнедельных так называемых «дорожных шоу» — выездных презентаций в финансовых центрах — с целью подготовки к первоначальному публичному предложению (IPO). Первоначальное публичное предложение акций было осуществлено несколько раньше, чем мы ожидали, однако и компания, и рынок были к этому готовы. Многие финансисты любят бесконечно обсуждать преимущества и недостатки правильного выбора времени для IPO, но я руководствуюсь простым правилом: это нужно делать тогда, когда так называемое «рыночное окно» открыто. Уток следует кормить тогда, когда они крикают.

В качестве разминки перед выездными презентациями в течение нескольких недель проект представляли банкирам, не говоря уже о работе по 18–20 часов в сутки над подготовкой заявок в Комиссию по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC). Непосредственно перед началом презентаций Гиллис представил проект банку BancAmerica Robertson Stephens в Сан-Франциско. Его презентация, разработанная комиссией в составе представителей инвестиционных банков, потерпела неудачу. Она не оказала никакого воздействия. Ей не хватало напора. В зале воцарилась тишина. Затем один из более опытных торговых представителей поднял глаза и сказал: «Я ничего не понял». Гиллис и Маккрири переглянулись — они не могли поверить своим ушам. Я находился в задней части зала, с затуманенным взором наблюдая, как исчезает наша мечта об IPO. Если банкиры ничего не понимают, то как же они смогут продать акции инвесторам? И вновь кризис. Во время обеда, который длился пять часов и за которым было выпито пять бутылок вина, слегка облегчивших страдания неудачного дня, банкиры высказали свои предложения и обсудили политику в области ценообразования.

Для Гиллиса и Маккрири тот день начался в пять утра и закончился только в 11.30 вечера, когда они подошли к лифту своего отеля в Сан-Франциско. И даже на тот момент у них так и не было окончательного варианта презентации. Маккрири нажал кнопку лифта и взглянул на Гиллиса. Они были абсолютно измотаны и при этом знали, что впереди у них еще 20 подобных дней.

\* Перефразированная цитата «О Дороти, кажется, мы уже не в Канзасе» из сказки американского писателя Ф.Л. Баума «Великий чародей страны Оз». — *Прим. пер.*

— Ну и как вам первый день? — спросил Маккрири.

Оба посмотрели друг на друга и разразились хохотом. Двери лифта открывались и закрывались. То же самое происходило и с другим лифтом, а они все не могли сдвинуться с места. Они стояли и смеялись. «Нам предстоит испытывать это в течение трех недель, — думал Маккрири, — мне этого ни за что не пережить».

На следующий день в самолете из Сан-Франциско Гиллис и Маккрири полностью раскритиковали презентацию. Они отказались от всех советов банкиров и составили представление на свой лад. Если ему и суждено было провалиться, то, по крайней мере, это должно было произойти на *их* условиях. Новая презентация была значительно лучше и вызывала восторженные отзывы на встречах с аналитиками и индивидуальными инвесторами. Они провели 68 презентаций и около дюжины деловых завтраков и обедов с инвесторами примерно в 20 городах Америки и Европы.

Они летали из Казнас-Сити в Миннеаполис, а оттуда в Сан-Диего, в Лондон и Эдинбург, как правило, посещая по три города в день. Когда выездные презентации начались, Гиллис и Маккрири приняли решение держать себя в строгости. Они аргументировали это тем, что нужно сохранять ясность ума, поэтому до тех пор, пока все не кончится, они решили не употреблять алкоголь. Никакого пива или вина на весь период выездных презентаций! Дисциплина! По окончании первого дня, во время третьего полета, они заказали два пива, а потом еще два.

Однажды был запланирован деловой обед с инвестором в одном из ресторанов Сан-Диего. В заведении проходила шумная вечеринка по поводу чьего-то выхода на пенсию. Сотрудник инвестиционного банка заказал огромное блюдо с морепродуктами. Гиллис и Маккрири ковыряли еду вилками в ожидании инвестора, который куда-то пропал. Наконец в зал вошла миниатюрная женщина и села за стол, сервированный ракообразными. Они предложили ей отведать лакомства. «Я не ем морепродукты, — сказала она, — меня от них тошнит». Повсюду были крабы и лобстеры. Гиллис и Маккрири расхохотались. Вряд ли стоит говорить о том, что купить акции эта женщина отказалась.

Однако это был не единственный раз, когда им пришлось столкнуться с морепродуктами. В 6 часов утра следующего дня эти двое были готовы к новой серии презентаций в Сан-Диего, перед тем как отправиться в Лос-Анджелес и Сан-Франциско. Во время первой же встречи Гиллис открыл записную книжку, из которой на стол вывалилась клешня краба.

В какой-то момент, после нескольких дней работы по 24 часа, Гиллис почувствовал себя совершенно измотанным. В середине одной из дневных презентаций он просто не мог больше говорить.

— У меня закончилось горячее, — прошептал Гиллис Маккрири, — кажется, у меня нет сил, чтобы закончить.

— Надеюсь, ты не собираешься тут умереть? — спросил Маккрири.

Усилив воли Гиллис набрал воздуха и завершил презентацию. Таково волшебство подготовки к первоначальному публичному предложению акций.

## Оглядываясь назад

Более чем через два года после завершения сделки по выкупу компании Гиллис, Маккрири и я вновь собрались в гриль-баре Market Street, чтобы вспомнить о прошлом. В тот удачный день в конце 1996 г., когда в этом же самом месте я впервые встретился с Маккрири, эти люди были безумными мечтателями, которые, как ни странно, осмеливались думать, что, несмотря на трудности, смогут повернуть это дело. Теперь руководители одного из наиболее успешных в истории выкупов компании менеджерами — мультимиллионеры. Мне же в результате той сделки удалось воплотить в жизнь свою мечту в области бизнеса, которую можно считать одной из важнейших в моей карьере, и стать председателем совета директоров замечательной компании по разработке программного обеспечения, акции которой котировались на Нью-Йоркской фондовой бирже. Действительно, многое изменилось.

Мой рабочий стол завален сотнями не менее безумных предложений о потенциальных сделках. Многие из них не реализуются, поскольку менеджеры не обладают видением, не имеют ноу-хау или смелости, чтобы довести их до конца. Гиллис и Маккрири первыми скажут вам, что эти гонки по «американским горкам» не для слабонервных. Но они чертовски увлекательны.

«Все твердят о том, что у вас ничего не получится, но на их слова нужно наплевать, — комментирует Гиллис. — Вам талдычат, что вы не сможете купить компанию у немцев. Вы не сможете сделать ее публичной. Вы не сможете обеспечить ее рост и прибыльность. Вы не способны выпускать собственную продукцию. Не слушайте. Просто делайте свое дело. Затем, после того, как все начнет получаться, вам скажут: “Ребята, я знал, что вы сможете это сделать”. Такие разговоры все равно будут, но вам не следует обращать на них внимания, нужно продолжать свое дело».

Была ли данная сделка выгодной для германской материнской компании? Конечно! Германская компания Software AG, вырванная из лап смерти, выжила и успешно продолжила свое развитие под руководством Конигса и Даведайта. В 1999 г., следуя американскому примеру, Software AG сама осуществила IPO — крупнейшее за всю историю европейских компаний по разработке программного обеспечения. В настоящее время она является

публичной компанией с 0,25 млрд. долл. в банке. Кроме того, она до сих пор имеет долю в американской фирме и получает значительные роялти с продаж продукции. «Только попробуйте сказать, что это была ошибка, — говорит Маккрири. — Вы дали нам свободу. Мы приносим намного больше денег, потому что свободны. Что касается вас, то вы стали здоровой жизнеспособной компанией, и все изменилось к лучшему именно в тот день, когда была заключена эта сделка».

Я поинтересовался у Гиллиса и Маккрири, как изменилась их жизнь. «Кардинально», — ответил Гиллис. А Маккрири иронично вмешался в разговор: «Какая жизнь?»

«О, жизнь значительно изменилась и для меня, и для Гарри, — сказал Гиллис, — оба мы значительно лучше, чем когда-либо в прошлом, обеспечены материально. Проводить сделку, подобную этой, было большим удовольствием. Было увлекательно, и я думаю, что это только начало. Пытаясь заставить все работать, мы испытали взлеты и падения, но я думаю, что у нас хорошая команда, и мы верим, что способны это осуществить. Мы наращиваем обороты».

## **Они несли свою мечту в мир**

Какой же момент во всей этой истории был самым важным? Гиллис и Маккрири сошлись во мнении о том, что звездным часом для них стало первоначальное публичное предложение акций (IPO) их новой компании на Нью-Йоркской фондовой бирже 18 ноября 1997 г. Накануне вечером мы все вместе пили бренди и курили сигары в баре ресторана «Окна в мир» на самом верху Всемирного торгового центра в Нью-Йорке. На следующий день мы были на бирже уже к тому моменту, когда прозвучал звонок, извещавший об открытии торгов, и провели там весь день, наблюдая за тем, как стоимость акций, составлявшая 1,47 долл. за шесть месяцев до этого, при покупке компании, росла и к моменту закрытия торгов достигла уже 10,25 долл.

В конце дня Маккрири разбудил Гиллиса, который расположился на диване неподалеку от торговой площадки Нью-Йоркской фондовой биржи. Президент биржи провел Гиллиса, Маккрири и меня в сопровождении других сотрудников на площадку, где стояло множество людей, наблюдавших за работой биржи. Торговый зал напоминал муравейник. Гиллис снял пластиковую крышку с красной кнопки звонка. Она очень походила на кнопку, которую может нажать президент, чтобы начать войну. За 15 секунд до 16 часов Гиллис надавил на кнопку, и раздался мощный звонок, известивший о закрытии торгов. Левой рукой Гиллис давил на кнопку, а правой стучал большим, выдавшим виды деревянным

молотком. Молоток ударялся о деревянную плашку, и это был звук, с помощью которого сотни руководителей предприятий сообщают миру о воплощении своей мечты. За событием наблюдали представители CNN и весь мир. При третьем ударе молотка звонок умолк, и торговый зал разразился аплодисментами.

— Тот день действительно стал для меня звездным часом, — говорит Гиллис. — Моя семья была там. Руководство компании тоже было там. Мы все были там. Нам пришлось здорово поработать, чтобы попасть туда.

— Хотелось бы, чтобы мы никогда этого не забыли, — говорит Маккрири.

— Мы провели эту сделку, — объясняет Гиллис, — прошли через банки, организовали выездные презентации, и неожиданно кульминацией всего этого стала Нью-Йоркская фондовая биржа, после чего наступило абсолютное изнеможение. В какой-то момент сил действительно не остается.

— Да, — подтверждает Маккрири, — но лучше и не придумаешь. Лучше просто и быть не может.

## ГЛАВА 2

---

# Без сильной воли нет триумфа

*Проблема «крысиной возни» состоит в том, что даже если вы победили, вы все равно остаетесь крысой.*

Лили Томлин

**К**акими же качествами необходимо обладать менеджерам, чтобы успешно выкупить компанию? Исходными условиями являются хорошие навыки управления в отрасли, к которой относится данная компания. Кроме того, нужно обладать сильной волей и видением — то есть способностью видеть те возможности, которые не замечают другие. Некоторые из них лежат на поверхности, как это было в случае с Даном Гиллисом и Гарри Маккрири и компанией Software AG. Другие появляются в виде существующих компаний, которые могут быть приобретены покупателями со стороны. Третьи возникают как результат серии приобретений, как мы ниже увидим на примере с Роджером Баллоу. Более подробно о путях осуществления «революции» изнутри и о поиске внешних возможностей мы поговорим в главе 4. В данной же главе мы сделаем небольшое отступление, чтобы рассмотреть навыки и качества — ощутимые и неощутимые, — без которых не обойтись менеджеру для успешного осуществления выкупа компании. Обладаете ли вы качествами, необходимыми для успеха? Любой компетентный руководитель, вероятно, способен осуществить действия, описанные в данной книге, но часто успех и неудача зависят не от того, *что* делают менеджеры, а от того, *как* они это делают, то есть от их личных качеств и используемых подходов.

Прежде всего, необходимо уметь мечтать. Нужно обладать способностью смотреть сквозь организационные «шоры» и не бояться того, что «земля плоская, и с ее края можно упасть». Главным же образом надо иметь сильную волю, чтобы покинуть твердую землю и рисковать, отправляясь на поиски неизведанных миров. Для того чтобы начать выкуп компании, в первую очередь у вас должна быть мечта.

## Мечта

В спокойные минуты, которые появлялись в процессе продвижения Роджера Баллоу по служебной лестнице в компании American Express (Amex), его мечта была с ним. Роджер считал, что огромным потенциалом в индустрии туризма обладают развивающиеся туроператоры класса «премиум». Однако руководство Amex всегда полагало, что в основную стратегию фирмы этот потенциал не вписывается. Поэтому Баллоу оставил свою мечту, став президентом подразделения компании по розничной продаже туристических услуг, а затем главным сотрудником по операциям компании Alamo Rent-A-Car по прокату автомобилей.

«Вы занимаете в компании определенную должность и готовы поспорить, что на основе своей идеи можете построить бизнес, — говорит Баллоу. — Вы слышите, как люди говорят о том же у кулера с питьевой водой или за выпивкой по вечерам. Почему же они не делают этого? В целом, причина связана со страхом и недостатком знаний. Этот страх имеет реальные основы. Вам нужно рассчитывать по ипотечному кредиту; у вас есть семья. Отказаться от получения зарплаты и уйти с должности трудно. Кроме того, вы не знаете, с чего начать. Десять лет назад я думал именно так, но у меня не было никого, с кем можно было бы обсудить идею».

Размышляющий о своем опыте за ленчем в отеле Willard в Вашингтоне, округ Колумбия, Баллоу в своем спортивном пиджаке без галстука выглядит как раскованный и уверенный в себе руководитель высшего ранга в отставке. Сейчас, осуществляя руководство серией своих собственных сделок по выкупу компаний, Баллоу работает больше, чем когда-либо, хотя эта работа кардинально отличается от того, чем он занимался в прошлом. Кто-то, вероятно, расценил бы простой и функциональный офис, который Баллоу занимает сегодня, как шаг назад от шика и изыска его бывших просторных кабинетов, однако Баллоу доказал, что он достаточно уверен в себе, чтобы не прятаться за престижным офисом, шикарным костюмом или высокой должностью. Этот человек хорошо излагает свои мысли и ведет себя с достоинством. Новый, менее изысканный антураж лишь подчеркивает его естественные качества руководителя.

Баллоу всегда был уверен в себе. В 1995 г., еще до того, как уйти в Alamo, Баллоу всерьез задумался над выкупом у American Express подразделения



по розничной продаже туристических услуг. Он знал, что, если выделить это подразделение в самостоятельную компанию, то можно будет сократить затраты, снизив накладные расходы и урезав корпоративные льготы для персонала, которые намного превышают стандарты, существующие в индустрии туризма. «Я точно знал, *что* можно сделать, чтобы бизнес приносил дополнительные миллионы, — говорит Баллоу, — это было предельно ясно».

Однако тогда он не последовал своей идее. «В то время я понимал, что масштаб данной сделки был слишком велик для того, чтобы подступиться к ней и попробовать ее осуществить, — говорит он. — Я не был уверен в том, что инвесторы не посчитают меня сумасшедшим. Я знал, какие последствия ожидали бы меня в фирме, — очень скоро я стал бы для нее историей. Однако сдерживающим фактором для меня оказалась не боязнь последствий, а скорее незнание, что же нужно делать».

Баллоу учился в Уортоне, одной из ведущих бизнес-школ мира, а затем получил степень магистра делового администрирования (MBA) в бизнес-школе Tuck при Дортмутском колледже. Он занимал руководящие должности в ряде крупнейших и наиболее успешных фирм в мире. Но даже работа в индустрии туризма в течение почти двух десятилетий не подготовила его к тому, чтобы покинуть «твердую землю» прошлой карьеры и заняться своей мечтой. «Это все равно, как если бы вы сказали, что в выходные отправляетесь в плавание, сели бы на яхту и вышли в море, хотя до этого никогда таких путешествий не совершали. Я бы не решился на такое, если бы не знал, как и что нужно делать. Мне кажется, что самостоятельное путешествие на парусном судне является достаточно хорошей аналогией тому риску, который мы берем на себя, пытаясь сначала найти фирму для выкупа менеджерами, а затем понять, сможем ли мы разработать план сделки», — говорил Баллоу. Увидев огромные белые волны, он вновь повернул назад.

## Организация отплытия

Баллоу проводил отпуск в Нэнтакете (штат Массачусетс), когда наконец-то поднялся ветер. Он думал о том, чтобы уйти из Alamo, и, рассматривая предложения о занятии высоких должностей, поступившие от ряда крупнейших корпораций, случайно упомянул в разговоре со старым приятелем о своей мечте, связанной с туризмом, от которой он никак не мог отделаться. Этим приятелем оказался мой партнер Фред Малек, ветеран индустрии туризма, который девять лет был президентом гостиничной сети Marriott, а затем президентом и вице-председателем совета директоров авиакомпании Northwest Airlines. В конце лета 1997 г. Малек позвонил Баллоу, бывшему в то время в отпуске, и тот прилетел в Вашингтон, чтобы обсудить идею

объединения туроператоров для обслуживания туристов с высоким уровнем доходов.

«Через две недели у нас уже было подтверждающее письмо, — говорит Баллоу. — Я все еще был в отпуске. Скорость принятия решения оказалась намного выше, чем я предполагал. Я думал, что на это уйдет 2–3 месяца, а получилось 2–3 недели». Они разработали соглашение с менеджментом, а на финансирование идеи Thayer и Баллоу обязались выплатить 75 млн. долл. После этого Баллоу приступил к работе.

В этот момент у него не было компании. Все, что у него было, это опыт и пачка документов. Разместился Баллоу со своим немногочисленным персоналом в позаимствованных у компании Thayer офисах, где им приходилось работать в тесноте, но зато наедине со своей мечтой. Это уже была не та спокойная жизнь, к которой он привык. «Когда вы принадлежите к десятку главных лиц фирмы, такой, как American Express, ваша жизнь действительно прекрасна, — говорит он, объясняя, почему для многих опытных руководителей сложно уходить. — Вы можете достать билеты на любые мероприятия, какие только пожелаете. Вас приглашают на приемы для избранных. Вы пользуетесь корпоративными самолетами. Вы владеете акциями. Вам предоставляется множество бесплатных благ, дополнительных льгот, а также огромные полномочия. Это достаточно редкий случай, чтобы люди такого уровня хотели уйти, чтобы начать самостоятельное дело».

Создав основу для бизнеса, который должен был впоследствии стать компанией Global Vacation Group (GVG), Баллоу обменял все свои льготы на шанс изменить отрасль. В марте 1998 г. группа Баллоу приобрела компанию Allied Tours. Наконец у них появилась своя собственная компания, и они отпраздновали это подписанием контракта на аренду офисов. «Вам не хватает каких-то ресурсов — дополнительного финансового аналитика или специалиста по кадрам, — говорит Баллоу. — Это роскошь, которая есть у вас в крупной компании. Но здесь нужно правильно расставлять приоритеты — в отличие от такой компании, как American Express, где можно пользоваться множеством возможностей, здесь, если вы хотите сделать пять дел, надо найти такого человека, который способен одновременно выполнять эти пять дел».

Они доказали, что могут справиться с задачей. К концу мая принадлежащая Баллоу GVG приобрела компании Haddon Holidays, Classic Custom Vacations, MTI Vacations и Globetrotters, Inc. Команда Баллоу в партнерстве с нашей фирмой всего за три месяца купила пять компаний на общую сумму более 100 млн. долл. Это была колоссальная задача. К концу 1998 г. компания стала одним из крупнейших поставщиков приносящих доход продуктов и услуг в сфере туризма — для туристов с высоким уровнем

доходов. В ней работало 700 сотрудников, а услуги предлагались для более чем 750 тыс. туристов.

Когда GVG завершала свое первоначальное публичное предложение на Нью-Йоркской фондовой бирже 31 июля 1998 г., акции, которые были приобретены по цене 5,25 долл., стоили уже 14 долл. Всего за несколько месяцев стоимость компании возросла до 150 млн. долл., а доля Баллоу достигла 6,3 млн. долл.

Однако Баллоу измерял свой успех не столько цифрами, сколько мощью «взрывных волн», которые пошли по отрасли. «Особое удовольствие мне и группе руководителей, которую я сформировал, доставляла возможность вызывать перемены в отрасли, — говорит он. — Мы стимулировали значительные изменения, которые, по всей вероятности, произойдут на пять лет быстрее, чем в том случае, если бы мы этого не сделали».

Он сумел несколько расшевелить даже своего бывшего работодателя. Когда Баллоу представил свою идею впервые, руководство American Express посчитало, что она не соответствует основной стратегии фирмы, однако сама компания спустя шесть месяцев с момента создания GVG занялась тем же. Подражание — самая искренняя форма лести.

На сегодняшний день судьба фирмы GVG до конца не определена. Она может оказаться в числе крупных компаний, доминирующих в данном секторе отрасли. Возможно и то, что ее поглотит какая-нибудь другая фирма. «Мы либо сами станем крупной рыбой, либо другая крупная рыба съест нас», — говорит Баллоу. В любом случае он добьется своих целей, связанных с постоянным изменением конкурентных условий, созданием ценности для клиентов и значительным увеличением стоимости акций для акционеров, включая его самого.

## Знание — сила

Одной из причин того, почему менеджерам так сложно взяться за воплощение идеи выкупа компании, является то, что они полностью не осознают имеющегося у них значительного стратегического преимущества. Чего не мог понять сам Роджер Баллоу, когда был служащим корпорации (инсайдером), и что разглядел мой партнер Фред Малек, так это ценность управленческих навыков, которыми Баллоу обладал, с точки зрения открытого рынка. Большинство исполнительных директоров представляют свою ценность для компании и чувствуют себя достаточно комфортно, если уверены, что могут получить соответствующее вознаграждение. Однако они не осознают того, что за пределами конкретного корпоративного мира их идеи и навыки управления могут быть оценены намного выше. Хорошие менеджеры должны понять, что их ценность в среде выкупов компаний является огромной, и они *могут* превратить ее в капитал. В современном

мире выкупов акций компаний именно талант руководителя является сдерживающим фактором. Арифметика здесь простая: спрос на сильных и талантливых менеджеров значительно опережает предложение, поэтому цены на менеджмент должны расти. Однако менеджеры ограничивают себя, ссылаясь на неопределенность или отсутствие знаний о процессе выкупа компаний. Вот поэтому я и написал эту книгу. Она должна стать пособием для выдающихся менеджеров — снабдить их необходимыми инструментами, помочь вникнуть в суть проблемы, чтобы они могли создавать грандиозные замыслы и добиваться достижения своих величайших целей в мире бизнеса.

Доступность капитала для выкупов компаний значительно возросла. Деньги для проведения сделок есть повсюду. Как видно из рисунка 2.1, количество частных инвестиционных фондов год от года быстро увеличивается. Тот факт, что средства этих фондов составляют 60 млрд. долл., означает, что более 200 млрд. долл. (а именно такова покупательная способность имеющихся у фондов средств) доступны для финансирования подходящих сделок. Количество фондов, финансирующих выкуп компаний, капитал которых превышает 1 млн. долл., резко увеличилось — с пяти в 1989 г. до тридцати девяти в 1999 г., — а число фондов с размером капитала от 500 млн. до 1 млрд. долл. выросло более чем в три раза (с 12 до 38). Сотни отечественных и иностранных банков готовы предоставить финансирование — как в виде заемного, так и акционерного капитала.

**Рисунок 2.1. За деньгами не постоим**



Источник: Private Equity Analyst.

Капитал всегда был товаром, но его никогда не существовало в таком изобилии, как сегодня.

Соразмерны ли темпы роста доступности менеджмента и объема экспертных знаний в области управления росту капитала? Скорее всего, нет. Это означает, что отношение капитала к числу экспертов быстро увеличивается. В дополнение к указанному огромному запасу собственного капитала открыт доступ к банковским заемным средствам, поскольку процентные ставки находятся на достаточно низком уровне. Специалисты сейчас ценятся как никогда. Все, что ищет этот капитал, — это хорошие сделки и таланты в области управления. *У менеджеров высшего звена никогда не было таких мощных рычагов, однако они ими не пользуются, поскольку при всем их опыте руководства операциями большинство из них не знает, как правильно провести сделку.*

Когда менеджеры осознают ценность своих способностей на открытом рынке, это их потрясает. Так, группа менеджеров фирмы TRW совместно с инвесторами во главе с инвестиционными компаниями Bain Capital, Inc. и Thomas H. Lee Company из Бостона создала новую компанию на основе подразделения TRW по информационным системам и услугам. В результате сделки, которая 19 сентября 1996 г. оценивалась в размере 1 млрд. долл., они купили эту компанию и переименовали ее в Experian, а затем — *меньше чем через два месяца* — продали ее фирме The Great Universal Stores PLC за 1,7 млрд. долл. Таким образом, меньше чем за два месяца инвесторы и руководство фирмы заработали более 600 млн. долл. Проведение операций за такой короткий срок, как в данном случае, является исключением, однако сделки, подобные этой и выкупу компании Software AG, совершаются каждый день. Время менеджеров настало, и именно сейчас пора создавать грандиозные замыслы и добиваться достижения своих целей — чтобы владеть и управлять своей собственной компанией.

## **Личные качества, отличающие победителей**

Помимо сильной воли, которая помогает покинуть твердую землю, как это сделал Баллоу, и отправиться в плавание по неизвестному курсу, для успешного выкупа компании нужно обладать также и другими качествами. Каковы же они? Обязательно наличие профессиональных навыков в целевой отрасли, несмотря на то, что некоторые наиболее важные составляющие сделки в вашем резюме и не отражаются. Это не какие-то особые действия, которые вы предпринимаете, и не документы, которые вы подписываете, а неосозаемые качества и реальные навыки, присущие вам и вашим партнерам. Кроме того, необходимы доверие и умение поддерживать хорошие взаимоотношения. До того как в дело вступают юристы, сделки строятся

на основе рукопожатий. Ваши партнеры должны доверять вам, а вы, в свою очередь, должны доверять партнерам. Тонкости соглашения с банком очень редко являются причиной крушения сделки или невозможности довести ее до конца. Важное значение для успеха любой компании имеют такие качества победителей, как надежность, совместимость, ощущение психологического комфорта, основные профессиональные навыки, убежденность, самообладание и удача. На протяжении всей книги мы не раз будем к ним возвращаться.

## Надежность

Решающим фактором, особенно для менеджеров, является завоевание и поддержание доверия. Вам предстоит самая важная транзакция в вашей карьере. Тот, кто собирается профинансировать вашу сделку, вероятно, работает над подготовкой 5–10 сделок одновременно, и если вашу сделку постигнет неудача, он просто переключится на следующую. Как правило, менеджеры вкладывают в выкуп меньше всего средств, поэтому их *капиталом* является *надежность*. И продажа компании потенциальным партнерам, и предложение ваших стратегических замыслов инвесторам при подготовке к IPO базируются на доверии к руководству компании. У вас могут уйти недели, месяцы и даже годы на то, чтобы доказать свою надежность, и наносекунды — чтобы потерять заработанное доверие.

Лучший способ доказать свою надежность — быть хорошо подготовленным и правдивым. Не встречайтесь с представителями компаний, осуществляющих финансирование, или с продавцом, если ваша идея пока «сыровата». Будьте готовы представить полный план действий и ответить на любые возникающие вопросы. Прежде чем обращаться к финансовому партнеру или продавцу, основательно подготовьтесь. Достаньте буклет об их организации, проанализируйте материалы и наведите справки о профессиональной квалификации руководителей и о видах инвестиций, которые они осуществляли в прошлом. Оцените, какими критериями они руководствуются при принятии решений о вложении средств. Если вы обращаетесь к инвестиционной компании KKR с предложением о сделке на сумму 5 млн. долл. (что намного ниже объема потенциальных инвестиций, на которые она нацелена), это может привести к снижению доверия к вам.

Ваши ожидания должны быть обоснованными. Яркая стратегия, демонстрирующая ежегодное увеличение доходов компании в три раза, может выглядеть очень привлекательно на бумаге, но оказаться попросту неправдоподобной. Любые инвесторы в сделки по выкупам компаний наверняка знают одно: план, который вы им представляете, не будет реализован досконально точно. В редких ситуациях он может быть перевыполнен, однако в 75% случаев поставленные цели не достигаются. Хорошо продуманная

стратегия, предусматривающая умеренные темпы роста, может быть воспринята намного лучше, чем вошедшая в поговорку «сделка с хоккейной клюшкой».

Беритесь за такую сделку, которая по плечу вашей команде. Если ваша группа обладает опытом управления компанией стоимостью 25 млн. долл., не предлагайте покупку фирмы за 500 млн. долл. Если вы обещаете, что перезвоните сегодня, значит перезванивайте именно сегодня. Если вы говорите, что представите бизнес-план через неделю, не затягивайте это на три. Подобные маленькие проколы ослабляют доверие к вам. Наконец, всегда будьте правдивым. У одной группы менеджеров я поинтересовался о том, подписано ли письмо о намерениях представителями компании, которую они собирались выкупить. Они ответили утвердительно. Когда я спросил, имеет ли оно силу юридического обязательства для продавца? Они снова сказали «да». Однако, получив это самое письмо о намерениях через несколько дней, я обнаружил, что оно не налагало на продавца никаких обязательств. Доверие к этой команде менеджеров в моих глазах упало так резко и так низко, что вернуть его было уже очень непросто.

Многое из того, о чем мы сейчас говорим, вероятно, кажется очевидным, просто исходя из здравого смысла, но вы бы удивились, если бы узнали, какое множество менеджерских предложений, совершенно не внушающих доверия, проходит через мой рабочий стол. Вы бы изумились, сколько сделок не состоялось по причинам, которые могут показаться мелочными и несерьезными. Однако при отношениях, построенных на доверии, любой инвестор принимает решения именно на основе этих незначительных сигналов. Мой стол, как и столы большинства инвесторов, просто завален документами, за которыми стоит множество потенциальных сделок. Существующий экономический климат способствует тому, чтобы каждый хотел стать предпринимателем. Вот почему инвесторы только и ищут причину, позволяющую им провалить сделку и навести порядок на своем столе. Не давайте им дополнительных поводов для уничтожения вашего замысла, проколовшись на мелочах.

## **Совместимость**

Вторым нематериальным качеством является совместимость, или совпадение целей. Задачи менеджмента должны быть совместимыми с целями ваших партнеров, в противном случае вы не достигнете понимания. Несовпадение целей может либо сорвать сделку, либо впоследствии — поставить под угрозу существование компании. Постарайтесь сделать так, чтобы структура сделки приводила ваши цели в соответствие с целями ваших партнеров. Это достаточно просто: если они получают прибыль, то и вы должны получать прибыль, и наоборот. Ваш капитал должен

участвовать в предприятии на тех же условиях, что и их. Цена исполнения опциона для вас должна соответствовать их цене покупки. Звучит просто, но при разработке сделок существует множество нюансов, и иногда такие соответствия просто упускаются из виду. Например, уже после заключения сделки один исполнительный директор вдруг обнаружил, что права на акции компании по принадлежащим ему опционам вступают в силу только через два года, когда срок контракта с ним уже истечет. Если бы вдруг партнеры оказались настроены против него, то формально они могли бы уволить его до получения им своей доли в фирме. К счастью, в данном случае для такого развития ситуации не было никаких шансов, однако исполнительный директор, осознав такую возможность, безусловно, испытал шок.

Одним из камней преткновения при согласовании взаимных интересов могут оказаться вопросы вознаграждения за услуги стороны, предоставляющей собственный капитал, или посредников. Часто компания, осуществляющая финансирование, берет большое вознаграждение при завершении сделки и высокую плату за услуги менеджмента по транзакциям, в которых руководство компании не принимает участия. Часть этой суммы представляет собой вознаграждение за работу по сделке, подобно вашей заработной плате, однако другая часть может не иметь к сделке абсолютно никакого отношения. Заранее убедитесь, что по *всем* видам вознаграждения партнеры дали вам соответствующие разъяснения.

## Ощущение психологического комфорта

Надежность и совпадение целей создают основу для ощущения психологического комфорта, однако, чтобы сделка состоялась, необходима также определенная психологическая совместимость. Покупка компании во многом напоминает женитьбу. Вместе с этими людьми вам предстоит ежедневно бок о бок радоваться удачам и переживать поражения. На карту поставлены миллионы долларов, поэтому очень важно чувствовать себя хорошо с компаниями, предоставляющими финансирование (а также со всеми членами команды). Вы должны доверять им, понимать применяемые ими критерии оценки деятельности компании и существующие у них ожидания, а также знать, кто именно входит в состав совета директоров. Времени на то, чтобы пообщаться с этими людьми перед выбором партнеров, не так много. Вы должны посетить несколько потенциальных компаньонов (как минимум трех, а в идеале — пять), чтобы иметь больше вариантов для дальнейшего отбора, и выбрать подходящего кандидата. У каждого из них особый подход к сделке, они по-разному строят свои взаимоотношения с руководством компании, каждый имеет свою собственную культуру. Необходимо быть уверенным, что ваш партнер хорошо подходит



вам с точки зрения личных качеств, манеры поведения, философии инвестиций, самовыражения, а также долгосрочных и краткосрочных целей. Не вступайте во взаимоотношения с партнером, если сомневаетесь на его счет или не доверяете ему. Хотя на словах все выглядит довольно просто, в целом у меня складывается впечатление, что менеджеры не уделяют достаточного внимания этому ключевому вопросу.

При встрече с каждым партнером четко определите, насколько это возможно, с кем конкретно вы будете поддерживать контакты и работать над сделкой. Сможет ли данный партнер внимательно относиться к своим обязательствам на всем протяжении работы над проектом? Является ли сделка значимой для фирмы, которую представляет этот партнер? Лучше, чтобы это было так, поскольку для вас данная сделка может оказаться самой важной в жизни. Наконец, проверьте рекомендации ваших потенциальных партнеров. Они, со своей стороны, будут наводить о вас справки во множестве источников, поэтому сами не должны возражать против вашего требования предоставить рекомендации от своих поручителей. В частности, нужно пообщаться с менеджерами других компаний из их портфеля и попросить познакомить вас с руководителем одной из неудачных сделок (у всех такие случаются). Попросите организовать вам встречу с менеджером, которого они уволили в течение последних двух лет. То, как ваши потенциальные партнеры справляются с трудностями, многое скажет вам о фирме.

## **Основные профессиональные навыки**

Менеджеры, которые резко меняют свой курс в сторону самостоятельности, должны осознавать значимость определенного набора профессиональных навыков, необходимых для того, чтобы обеспечить успех независимой фирме. Руководителям сделок по выкупу бизнеса менеджерами (МВО) необходимо обладать навыками управления, уметь вести дела фирмы и руководить ею, а также иметь четкую стратегию создания компании. Это факт. Большинство успешных руководителей МВО как раз обладает этими качествами. Однако кроме этого существует целый ряд навыков, которые вряд ли найдутся в арсенале корпоративного менеджера. Ниже представлен список основных (очень разнообразных) способностей, необходимых руководителям компаний, образовавшихся в результате МВО.

- Предпринимательские качества и способность к творческому мышлению.
- Умение заключать сделки и способность оценить, насколько то или иное приобретение или потенциальные покупатели являются подходящими.
- Навыки корпоративного управления, в частности, формирование совета директоров и управление его работой.

- Навыки управления отношениями с инвесторами, в частности, подготовка представления (презентации) для институциональных инвесторов и скоординированная работа с ними.

Только в очень редких случаях все эти разнообразные качества можно найти в одном человеке. Некоторые руководители, наряду с корпоративными навыками, имеют опыт предпринимательства, накопленный во время своей прошлой профессиональной деятельности или в результате участия во внутрикорпоративных предприятиях. Большинство менеджеров, за исключением генерального директора и главного финансового директора публичной компании, не имеет большого опыта работы с инвесторами. Как правило, руководители МВО ищут специалистов со стороны, чтобы создать команду, обладающую необходимой смекалкой и опытом, которые позволят обеспечить успех компании. Иногда в результате приобретений они привлекают предпринимателей, имеющих опыт работы с рисками. К моменту IPO у них уже есть сотрудники, имеющие связи с инвесторами и опыт работы с Комиссией по ценным бумагам и биржам. Часто представители выкупаемых фирм могут помочь вам развить в себе необходимые навыки, поделившись своим собственным опытом. Они также могут познакомить вас с менеджерами из других своих портфельных компаний, у которых еще больше «шправов» после сражений на соответствующих фронтах.

На ранних стадиях решающее значение имеет равновесие между корпоративными и предпринимательскими качествами. «Каждая из сторон вступает в игру, имея как серьезные недостатки, так и серьезные преимущества, — говорит Баллоу. — Поразительно то, что эти люди являются практически зеркальным отражением друг друга. Предприниматели привносят ориентацию на риск, способность добиваться всего самостоятельно, а также творческий подход, при этом у них не хватает навыков в сфере финансового управления, опыта работы с инвесторами, аналитических приемов, а также знаний по дисциплинам, связанным с управлением процессами. У тех, кто приходит из крупных фирм, как правило, есть проблемы с управлением текущей деятельностью, поскольку большинство из них уже достигло того уровня, на котором не касаются рутины. Они также привыкли к тому, что для них предусмотрено множество социальных гарантий. Лучше всего они разбираются в управлении процессами в целом. Вам же необходимо создать матрицу необходимых навыков».

## Убежденность

Перед тем как приступить, проверьте свою решимость. Действительно ли вы хотите выкупить компанию? Этот процесс — сложный, требует больших затрат времени и средств, к тому же приносит немало разочарований. Вы должны быть готовы к тому, что будете много раз попадать в тупик или,

проработав над проектом год, можете в последний момент провалить его. Возможно, вам понадобится готовность пожертвовать своей карьерой ради неопределенного результата. Но если вы уверены в своих способностях руководителя, то вы, вероятно, знаете, что сможете подготовить другую сделку либо найти другую работу, если данное предприятие потерпит неудачу. Если вы хотите стоять во главе своей собственной компании и максимально увеличить свои возможности по улучшению собственного благосостояния, перед вами — длинный путь.

Во многих случаях те, чья мотивация связана исключительно с экономическими факторами, вряд ли хороши для вас в качестве партнеров. Если они участвуют в деле только ради денег, они не сориентированы на организацию франчайзинга и получение доходов акционерами. Один исполнительный директор хотел выкупить фирму у двоих владельцев, которые, по их словам, искали деньги, позволившие бы им «послать всех подальше». Они хотели получить достаточно средств для того, чтобы в случае, если у них пропадет желание руководить фирмой, можно было бы «показать нос» и выйти из дела. Покупатель отказался от сделки, четко понимая, что для успеха компании необходима бóльшая убежденность. Он не желал иметь дело с партнерами, которые принимают решения на основе исключительно краткосрочных финансовых интересов.

## Самообладание

Сделки — это езда по «американским горкам». Время от времени все выглядит так, будто ваше дело преждевременно «скончалось». Могут появиться какие-нибудь скрытые проблемы, представляющие угрозу для вашей сделки, например определенные экологические обязательства владельца компании, которые предусматривают, что «Чернобыльская электростанция должна выглядеть не опасней, чем молочная ферма». Несмотря на ваши максимальные усилия, даже наиболее успешные сделки на пути к достижению цели «умирают» по несколько раз. Даже если вы и не совершаете серьезных ошибок, в результате которых можно попасть в «ад сделок», о котором пойдет речь в главе 3, временами вам будет казаться, что нет ни малейшей надежды на доведение транзакции до конца. У «больного» остаивается сердце, но как только вы начинаете готовить тело к погребению, он вновь открывает глаза.

В случае с компанией Software AG банковские деньги исчезли как раз накануне завершения сделки, что заставило нас спешно искать другой источник финансирования. Иногда такие «смерти» означают, что сделке пришел конец, но чаще всего они просто временно вызывают у вас повышение давления, которое нормализуется вновь, как только возникшие проблемы удастся решить. Если вы способны сохранять

спокойствие и продолжать движение вперед, то в большинстве случаев сделка снова начинает самостоятельно «дышать». Однако риск гибели любой операции выдвигает на первый план качества, которые необходимы каждому менеджеру, принимающему в ней участие: большую склонность к риску, определенную смелость и мужество предпринять дерзкий шаг в погоне за великой наградой. Перед вами — аттракцион всей вашей жизни.

## Удача

Все, что касается сделок, имеет отношение к планированию времени. Как правило, «окно» для завершения сделки открывается очень ненадолго. Либо исчезнет возможность, либо придет кто-то другой и ею воспользуется. В данном деле многое зависит от удачи, а как сказал однажды Луи Пастер: «Удача выбирает того, кто к ней готов». У компании SAGA такое «окно» для заключения сделки открылось всего на пять дней, и менеджерам удалось добиться своего, но только потому, что они готовились к ней несколько месяцев. А все могло бы получиться совсем по-другому. Если вы поймете структуру подобных сделок и проведете определенную подготовительную работу, вы сможете обеспечить свою готовность к быстрым действиям, когда эта возможность появится.

## За пределами мечтаний

Идеального момента для проведения сделки не бывает. Вы проделали огромную работу, чтобы добиться того, что у вас есть на данный момент. Вам необходимо помнить о своих обязанностях. Тщательно оценивайте все риски и потенциальные результаты. Однако, если вдруг вы обнаружили, что просыпаетесь по ночам и прорабатываете в голове детали, если вы видите возможности и верите в свою способность их реализовать, если вы знаете, что, когда появится шанс, вы смогли бы сделать еще больше, то это, вероятно, означает, что пришло время отбросить всякие опасения и проверить, действительно ли ваша мечта реальна или же это просто бесполезная бравлада.

Данный путь подходит не всем. Можно чувствовать себя довольным и удачливым, но при этом не иметь желания покидать твердую землю и отправляться в плавание на край света. Мы все были свидетелями кораблекрушений, и если вы до сих пор не уверены, то в главе 3 приводятся несколько предостерегающих историй о возможных «ловушках» при заключении сделок. Чтобы совершить сделку, несомненно, необходимо мужество. Однако вам также известны теперь истории Дана Гиллиса, Гарри Маккрири и Роджера Баллоу — они не только уцелели в своих пу-

тешествиях, но и открыли богатые земли, о которых и мечтать не могли. У этих людей хватило воли, чтобы добиться триумфа.

Поднимается ветер, вздымаются паруса. Ну что, вы готовы откликнуться на их призыв?



## ГЛАВА 3

---

### Как избежать «ада сделок»

*Если человек подержит кота за хвост,  
он получит полезный жизненный урок,  
который он не мог бы получить другими способами.*

Марк Твен

**П**еред тем как пуститься в путь по скоростной магистрали информации о заключении сделок в следующих главах, потратим немного времени и поговорим о безопасности. Не хочу вас пугать, но выкуп компаний — это чрезвычайно рискованное предприятие. Путешествуя по скоростной магистрали, можно, конечно, пренебрегать наличием рисков, но не в том случае, когда вы уже побывали в нескольких авариях, как это случилось со мной. Рассмотрим несколько сделок, потерпевших крушение, однако не для того, чтобы отговорить вас сесть за руль. Вовсе не для этого. Наша задача — помочь вам вести себя осторожнее и рассказать о некоторых представлениях инвесторов, которые будут более подробно рассмотрены в конце главы. Это поможет предупредить вас о часто встречающихся «выбоинах» и крутых поворотах, которые могут направить сделку «в утиль». Рассмотрим поучительную историю об одной подобной «аварийной» сделке. Самое печальное для меня в этой истории то, что за рулем был я сам.

В течение последних 15 лет я участвовал в подготовке множества сделок и подробно обсуждал со многими ветеранами бизнеса по выкупу компаний неудачные проекты, которые им приходилось финансировать. С ними сталкиваются все, и мнение почти каждого из известных мне про-

фессионалов в области выкупа компаний совпадает с моим: «невозможно узнать о выкупе компаний и характерах людей больше, чем в ходе неудачной сделки». При удачных сделках вы узнаете кое-что об инвестировании и еще больше о сигарах, при неудачных — падаете в пропасть и осознате реальное значение понятия «рисковый капитал». Это визит в «ад сделок», куда, я надеюсь, вы не попадете никогда.

А я там уже побывал. Безошибочных рецептов того, как избежать это жаркое место, нет. Однако укрепить свои позиции можно, получив опыт на основе собственных ошибок, либо ознакомившись с ошибками других. Я испробовал оба варианта, и, поверьте, последний в любом случае является более предпочтительным. Как однажды сказал Бенджамин Франклин: «Опыт — это дорогая школа, но что делать, если для дураков нет другой школы».

Если вы уверены в том, что непобедимы и никогда не оступитесь на этом пути, сразу же переходите к следующей главе. Всем же остальным советую отказаться от своей «глиняной ноги» и прослушать несколько посланий из «ада сделок». Перед тем как приступить к изучению секретов проведения фантастически успешных сделок в следующих главах, давайте заберемся на «тренажер», пристегнемся и совершим путешествие среди «останков» сделки, потерпевшей крушение.

## Компания Ceramic City

В 1989 г. мне было 29 лет, я был очень энергичен и являлся старшим партнером небольшого фонда по выкупу компаний в Лос-Анджелесе, который назывался Hancock Park Associates. Передо мной стояла цель стать партнером какой-нибудь компании, и я знал, как этого добиться, — нужно было найти хорошую сделку и довести ее до конца самостоятельно. Именно тогда мне позвонил один профессиональный брокер из Южной Калифорнии насчет одного проекта. Казалось, вот он, шанс, которого я ждал. Сделки, которые предлагал этот брокер, были, как правило, «собачьими» (этот термин финансисты обычно используют для обозначения их низкого качества) или слишком мелкими для нашей фирмы. Однако в данном случае предложение звучало интригующе.

Компания Ceramic City\* вряд ли могла предложить особо выдающуюся сделку. Но все же в пользу этого предприятия по розничной торговле керамической плиткой, имеющего 20 магазинов по всей Новой Англии, говорило множество факторов. Интересным компанию делало то, что темпы развития сети магазинов, расположенной в штате Массачусетс,

---

\* Название компании изменено в целях сохранения конфиденциальности.



превышали 15% в год, дела новых магазинов шли хорошо, а сегмент рынка, занимаемый керамической плиткой, был самым быстрорастущим и наиболее прибыльным. Экономика Новой Англии в течение двух лет претерпевала сильный спад, и, согласно моим, казалось, «несокрушимым» оценкам выпускника Гарвардской бизнес-школы, другого пути, кроме как к улучшению, у нее не было. Собственник компании жил во Флориде и особо не вмешивался в дела, а подобное обстоятельство чаще всего означало благоприятную возможность. Отзывы об управляющих компании были хорошими. В частности, они обеспечили увеличение выручки почти до 20 млн. долл., а чистой прибыли — до 1,8 млн. долл. Кроме того, эти управляющие были заинтересованы во вложении в предприятие своего акционерного капитала, желая избавиться от старого владельца и получить контроль над собственной судьбой. Я думал, что успех обеспечен, и это верный путь к партнерству.

Я полетел на Восточное побережье, чтобы встретиться с генеральным директором и главным операционным директором. Генеральный директор, назовем его Джим (чтобы оградить невиновных и не таких уж невиновных), владел опционами на акции, при продаже которых он мог получить 1 млн. долл. чистого дохода. Однако он был готов реинвестировать более половины своей прибыли после уплаты налогов в новую сделку. То, что он хотел вложить свои собственные деньги, было хорошим знаком и, в сущности, гарантировало приведение его целей в соответствие с интересами нашей фирмы, выступавшей в роли инвестора. Главный операционный директор на тот момент не имел никакой собственности, но также страстно желал вложиться с предприятие. Эти ребята были лучшими друзьями, что гарантировало психологическую совместимость внутри команды менеджеров. Инвестиции и опционы увеличивали их долю в предприятии до 35%. Чтобы выкупить компанию, наша фирма согласилась вложить 1,5 млн. долл. и привлечь 7 млн. долл. заемных средств.

Казалось, успех преопределен, и я думал о том, что наконец-то близок к партнерству в выкупленной фирме. Я начал подсчитывать свою «добычу» и представлять себе домик в Бальбоа, где буду проводить отпуск. Однако данной сделке, «заключенной на небесах», было назначено превратиться в сущий ад.

## Кольцо на мизинце

Генеральный директор носил кольцо на мизинце. Это было не просто маленькое скромное золотое колечко, а огромных размеров перстень — подобный можно увидеть у нападающего Суперкубка — с броским граненым бриллиантом, окруженным более мелкими бриллиантами. Это кольцо очень тревожило меня. Парни в южной части Чикаго тоже носят кольца

на мизинцах — и при этом вооружены. Хотя я и испытывал беспокойство по этому поводу, мне не приходило в голову, что генеральный директор может представлять проблему. Насколько я знаю, множество людей в сфере торговли керамикой носят кольца на мизинцах. Кроме того, я думал, что только ограниченный и легкомысленный человек может судить о ком-то по его кольцу. Нужно быть выше этого.

В конце концов, генеральный директор очень хорошо разбирался в этом бизнесе. Он знал торговые марки, их происхождение и до цента мог назвать валовую прибыль по всем без исключения видам керамической плитки в мире, так что невозможно было сказать, что он никуда не годится. Если судить по другим элементам одежды и поведения, он был вполне нормальным. Так что я отбросил сомнения и заключил сделку.

Однако кольцо на мизинце следовало бы расценить как красный флажок номер один, свидетельствующий об опасности.

Кроме того, генеральный директор позволял себе поздние звонки. Когда наши переговоры были в разгаре, он мог позвонить мне домой поздно ночью. Он нервничал по поводу заключения сделки, говорил, что владелец сводит его с ума и что он хочет получить новые возможности. В Лос-Анджелесе звонки раздавались в 10.30 вечера, то есть в Массачусетсе в это время было 1.30 ночи. Возможно, у него просто была бессонница, или же он пребывал в нервном возбуждении перед началом игры. Я не усмотрел в этих звонках предупреждения о предстоящей беде.

Таким образом, я упустил красный флажок опасности номер два.

В сентябре 1989 г. сделка была заключена. Все были счастливы. Наша фирма получила вознаграждение в размере 150 тыс. долл., а я — чек на 10 тыс. долл., что было для меня в то время большим прыжком вверх. Генеральный директор получил свой 1 млн. долл. и был в восторге. Месяц спустя мы провернули дело на 2,5 млн. долл., купив компанию — местного дистрибьютора ковровых покрытий и плитки. Горизонтальная интеграция! Мы росли, заключали сделки. Мы пустились в гонку.

Через два месяца после заключения сделки красный флажок опасности вновь колыхнулся перед моим лицом. Я был в новой штаб-квартире компании в городе Стоутон, штат Массачусетс. Во время совещания президент упомянул о том, что он помолвлен. «Замечательно, — сказал я. — Мои поздравления!» Мне было известно, что до этого он был женат, но я ничего не знал о его текущих отношениях. «Помните мою невесту Бетти? — спросил он. — Вы ведь знакомы с Бетти, она наш менеджер по закупкам». Я поздравил его, но под ложечкой мгновенно защемило. Он встречался с менеджером по закупкам, и я ничего не знал об этом! Такие отношения между менеджерами высшего звена почти всегда ведут к беде.

Это был красный флажок опасности номер три.

Генеральный директор убедил нас в том, что в связи с ростом компании после сделанного приобретения необходимо новое здание. Новая корпоративная штаб-квартира казалась образцовой для легкой промышленности Массачусетса. Вывески выглядели величественно. Приемная была небольшой и скромной. Я вошел в новый офис генерального директора. Такого кабинета был бы достоин генеральный директор AT&T. На площади около 2 тыс. квадратных футов стояли письменный стол из красного дерева и стол для заседаний на десять человек. Это было лишь начало. На стене, за столом гендиректора, висело огромное чучело рыбы-меч. Под рыбиной — фотография его нового сорокафутового катера. На боковом столике — живые цветы. У него даже был бар с напитками. Бар, представляете? Кто-нибудь желает Chivas\*? Он предложил мне кофе из персональной кофеварки Coffee-mate, но чего мне действительно хотелось в тот момент, так это мартини.

Красные флажки опасности с четвертого по седьмой явно бросались в глаза.

В тот самый момент мне следовало вызвать его на роскошный ковер, приказать уменьшить траты и начать думать о своих инвесторах, однако я удержался. Иными словами, проявил безволие. Я избегал конфликтов. «Офис что надо, Джим», — сказал я, прихлебывая кофе. Гендиректор пояснил, что здесь очень удобно принимать поставщиков и достаточно места для проведения совещаний. Это был плиточный бизнес. Разве я, «салага» из Гарвардской бизнес-школы, что-нибудь в этом понимал? Кроме того, мы ознакомились с финансовыми отчетами за несколько месяцев, и почти все соответствовало поставленным целям. Чего опасаться, если он сделал себе небольшую поблажку? Сделка развивалась полным ходом. «Расслабься, — сказал я себе. — Ты параноик. В этой отрасли кольцо на мизинце — это знак победителя».

В начале декабря я получил финансовые отчеты за ноябрь, которые показывали небольшое отставание от плана, однако в целом за год можно было ожидать намеченных результатов. Мой босс вновь поздравил меня с заключением сделки. Я явно мог рассчитывать, что к концу года стану партнером. Я представлял себе свою новую визитную карточку.

После этого последовал следующий ярко-красный предупредительный сигнал, который даже я, несмотря на все свое возбуждение по поводу сделки, не мог проигнорировать. На второй неделе декабря мой секретарь сообщил, что на проводе главный финансовый директор Ceramic City. Это показалось мне странным, поскольку обычно я общался только с гендиректором, одна-

---

\* Шотландский виски. — Прим. пер.

ко посчитал, что он, вероятно, звонит, чтобы посоветоваться с магистром делового администрирования Гарварда насчет тонкостей финансирования. Я был рад оказать услугу. Расправив свой новый галстук фирмы Hermes, я взял трубку.

— Рик, это Крис Уильямс из Ceramic City.

— Крис... Рад вас слышать. Как дела?

— Вообще-то неважно.

Это было нехорошим знаком, но я предположил, что, должно быть, у него какая-то личная проблема, которую он хотел бы обсудить с «крупным специалистом», подающим надежды. Безусловно, ничего плохого с этой сделкой — моей сделкой, моим шансом на пути к партнерству — случиться не могло.

— Крис, у вас расстроенный голос...

— Я действительно очень обеспокоен, — ответил он.

— Продолжайте, Крис, расскажите мне, в чем дело.

— Знаете, меня замучила совесть, и я должен кому-то рассказать о том, что произошло. Я подумал, что вы как раз тот человек, с кем я могу поделиться.

Слово «*совесть*» в данном контексте не предвещает ничего хорошего. Мой лоб начал нагреваться. Я внимательно слушал.

— Послушайте, Крис, я готов вас выслушать. В чем суть? — спросил я. Дела обстояли хуже, чем я мог бы предположить.

«Когда мы готовили финансовые отчеты, на основании которых компания была куплена в сентябре, мы сфальсифицировали данные по запасам», — сказал он, запинаясь. Если «совесть» — плохое слово, то «сфальсифицировали» — еще хуже. Они подделали счета, и это означало, что они завысили прибыль. В ходе всего нашего разговора я молился о том, чтобы в количественном выражении отклонение было небольшим, однако оказалось, что в результате подделки показатель прибыли отличался от реального на 50%. У меня резко подскочила температура, майка мгновенно промокла насквозь.

В результате этого короткого разговора я превратился из бога в «идиота сделок». Нас колоссально обманули, и надо быстро расторгать все соглашения с банками. Скорее всего, мы потеряем все наши средства, включая личную долю в размере двух третей чистой стоимости моего имущества. Этот факт мог оказать существенное негативное влияние на нашу фирму. Партнерство? Разве только в местной химчистке.

Вот что, оказывается, произошло. Сентябрьская сделка была заключена на основе аудиторской проверки, проведенной 30 июня двумя (как предполагалось) высококвалифицированными аудиторами. В ходе проверки гендиректор и агент по закупкам (а ныне его жена!) обнаружили, что показатели

по наличным товарным запасам были значительно завышены. Компания продала намного больше плитки, чем было отражено в ее финансовых отчетах, то есть ее прибыль на самом деле была значительно ниже. Когда гендиректор осознал это, у него было два варианта действий. Он мог обнародовать дефицит и пересчитать прибыль, но это, по всей вероятности, привело бы к срыву сделки или изменению ее структуры. Тогда бы он либо потерял возможность заключить соглашение, либо получил бы намного меньше миллиона долларов, который светил ему при продаже компании на текущих условиях. И тогда — прощайте сорокафутовый катер, рыба-меч и бар с напитками в кабинете! Либо он мог сделать то, что, собственно, и сделал: все скрыть. Он и его невеста выбрали последний вариант, объясняя это тем, что они смогут восполнить разницу позже. Но состояние экономики Новой Англии продолжало ухудшаться, а вместе с этим испарялась и надежда на сокрытие обмана. Гринспен\* из меня не получился.

Как же гендиректору удалось сделать так, чтобы отчет с указанием товаров, которых не было на складе, был подписан даже не одним, а двумя аудиторами? Он пошел на жульничество. Хотите верьте, хотите нет, но проблему, на самом деле, обнаружили сами аудиторы. Они обратили внимание на статью, отражавшую запасы итальянской керамической плитки марки Gumamella. Сопоставив показатели с данными о недавних продажах, они посчитали их несколько завышенными и выразили желание взглянуть на товар. Звонок от аудиторов вызвал у конспираторов тревогу. Однако Джим, устроившись под чучелом рыбы-меч, четко продумал, что следует предпринять. «Пускай аудиторы приезжают, — сказал он. — Весь товар на складе».

Аудиторы прибыли, чтобы увидеть товар. Они пришли на огромный склад, где одна за другой им были представлены коробки керамической плитки с маркировкой Gumamella. Суммировав количество, они получили правильный результат. Бинго! Отчет был подписан. Однако аудиторы не знали, что за ночь до их приезда гендиректор, менеджер по закупкам и заведующий складом заменили этикетки на других, выбранных наугад, коробках на марку Gumamella. Они также внесли изменения в приемочные документы, чтобы все было аккуратно оформлено на бумаге. Гендиректор знал о том, что ни один аудитор не имеет точного представления о том, чем отличается плитка марки Gumamella от плитки мексиканской или испанской.

После уничижительного для меня звонка главного финансового директора я известил наши банки и через два дня ночным рейсом

---

\* Алан Гринспен — глава Федеральной резервной системы США. Сторонник теории о том, что экономика функционирует лучше, если преследуются собственные интересы. — *Прим. пер.*

вылетел в Бостон, чтобы взглянуть в глаза гендиректору. Он нервно вертел свое кольцо на мизинце, отрицая все. У меня были письменные показания от заведующего складом с точным описанием всего, что произошло в ту ночь, когда они поменяли маркировку коробок. Он продолжал все отрицать, даже несмотря на доказательство своей вины, столь же очевидное, как рыба-меч на стене. Я немедленно уволил его. Исполняющим обязанности генерального директора я назначил главного операционного директора, а сам стал проводить много времени в Новой Англии. Через шесть месяцев плавания против течения, в борьбе с разрушающейся экономикой и растущей конкуренцией со стороны таких крупных фирм, как Home Depot, мы были объявлены банкротом. Мы потеряли все свои деньги, а банку пришлось на 50% списать свой кредит. Если кто-то и преуспел в этой истории, так это юристы, оформлявшие банкротство.

Счастливый конец этой истории состоит в том, что я не ушел из инвестиционного бизнеса и не стал продавцом товаров через Интернет (телемаркетером). Закончилось все тем, что я стал партнером фонда Hapcock, несмотря на описанный катастрофический опыт. В какой-то степени это объясняется усиленной работой по воссозданию Ceramic City, а также тем, что я оказался полезным при заключении другой сделки, которая прошла очень удачно (с компанией по розничной торговле принадлежностями для плавательных бассейнов Leslie's Poolmart). Так что крушение сделки к гибели моей карьеры не привело, однако мне пришлось провести долгую зиму в Стоутоне, штат Массачусетс, в состоянии, которое можно охарактеризовать как «на волоске от смерти».

Один из наиболее удивительных результатов этой истории состоит в том, что Джим удачно выпутался из неприятностей. Мы подали в суд на каждого и смогли получить немного денег с бухгалтеров, немного — с продавца, а также большую часть чистой прибыли Джима. Мы не возбуждали против него уголовное дело, поскольку, по мнению наших юристов, это того не стоило, особенно учитывая то, что с него больше нечего было взять. Джим переехал в Техас вместе со своим бывшим менеджером по закупкам. Последнее, что я о нем слышал, это то, что он стал генеральным директором другой компании по розничной продаже плитки, финансируемой техасской венчурной фирмой. Нам никто не звонил, чтобы получить рекомендации в адрес их нового гендиректора, так что могу лишь пожелать им удачи. А она им понадобится. Всегда справляйтесь о рекомендациях в отношении своих партнеров, независимо от того, насколько хорошими люди кажутся на первый взгляд. Вы ведь не знаете, какая темная сила может вдруг выйти на поверхность или какая плитка скрывается под успокоительной маркой Gumamella.

## Уроки «ада сделок»

Не все сделки терпят неудачу столь же зрелищно, как в случае с Ceramic City, однако это действительно случается. Часто причины неудач намного более безобидны, хотя результат столь же разрушителен. Как свидетельствует данная история, сделки несут в себе риски как для покупателей, так и для продавцов.

В истории выкупа компаний имеется ряд легендарных событий, связанных с неудачами акционеров. Покупка компании Phar-Mor за 1 млрд. долл. рухнула в течение шести месяцев, подпав в 1992 г. под действие главы 11 Закона о банкротстве США в результате растраты имущества руководителями фирмы. (Компания вновь возродилась в 1995 г.) Размер убытков был на несколько порядков выше, чем в случае с Ceramic City. Подобная неудача постигла в 1989 г. проект, получивший название «горящая кровать», — миллиардную сделку по выкупу с использованием заемных средств компании Sealy Mattress.

Чем больше вы знаете о том, что может не получиться при заключении сделки, с точки зрения инвестора, тем выше вероятность того, что вам удастся избежать несметного числа потенциальных «ловушек». В случае с Ceramic City я получил следующие уроки.

- *Необходимо остерегаться конфликтов.* Проблема с гендиректором Ceramic City заключалась в том, что он намного сильнее был сконцентрирован на продаже компании, чем на том, чтобы обеспечить ей успех. Несмотря на то, что он вложил в сделку свои средства, в результате продажи компании он получал 1 млн. долл. Целыми неделями он рассказывал об этом своей невесте и соседям, и его сосредоточенность на этой уйме денег привела к тому, что он отбросил здравый смысл и подверг риску свою карьеру. С другой стороны, нельзя расслабляться и в том случае, если потенциальный партнер по финансированию имеет стимулы к тому, чтобы вытеснить руководство компании после заключения сделки, или он имеет подобный опыт в прошлом. В идеале для того чтобы и сделка, и сама компания были успешными, интересы всех участников должны быть согласованы.
- *Следует принимать во внимание неблагоприятный сценарий.* В разгаре сделки очень приятно обдумывать радужные перспективы наиболее благополучного исхода. Однако важно внимательно и скрупулезно рассмотреть также и самый непривлекательный сценарий. Компания Ceramic City была привязана к циклу развития местной экономики, а в Новой Англии в течение длительного времени наблюдался сильный экономический спад, в частности в сфере недвижимого имущества. Мы знали об этом, когда покупали компанию, однако подробнейшим

образом проанализировали тенденции развития экономики и считали, что достаточно умны, чтобы утверждать, что хуже уже быть не может. Оказалось, может, причем намного хуже. Экономика слабела все больше, и спад продолжался в течение трех лет. Позаботьтесь о том, чтобы ваша сделка могла устоять перед лицом снижения темпов развития экономики. Мы должны были предвидеть и то, что барьеры для доступа в сферу розничной торговли незначительны, так что у фирмы Home Depot не было проблем с проникновением в отрасль и понижением маржи прибыли.

- *Будьте настойчивы при проведении процедуры «дью дилидженс».* Мы навели справки о гендиректоре Ceramic City в пяти местах, но все эти источники были из его собственного рекомендательного списка. Вместо этого у каждого поручителя нужно узнавать имена других поручителей, которые не включены в список или которые могут сказать об интересующем вас человеке самое плохое. Поверьте, я могу предсказать заранее, что люди, указанные в списке рекомендателей, не скажут ничего отрицательного. Именно поэтому они и включены в этот перечень! Для вас же важнее те, кто знает главного героя, но не включен в его список. Позвоните им! Не уверен, могло ли это спасти нас от фиаско с Ceramic City, но такая возможность была. Мы также провели две отдельные аудиторские проверки, но и этого оказалось недостаточно. Проверки не выявляют сущей правды. Аудиторы не обладают рентгеновским зрением, не могут разгадать темных замыслов менеджеров и даже не способны заглянуть под этикетки на коробках. Они стараются разобраться в показателях бухгалтерских отчетов, и неважно, кто их подготовил — аудитор или кто-нибудь другой. Если продавцы или партнеры хотят вас надуть, они могут это сделать. Более того, не ограничивайтесь наведением справок о партнерах самостоятельно. Всегда просите свою юридическую фирму проверить информацию о биографии и кредитоспособности гендиректора и финансового директора компании. Это будет стоить вам менее 2 тыс. долл. на каждого из них, но может оказаться самым полезным расходом всей вашей жизни. Если бы венчурные капиталисты в Техасе провели простую проверку биографических данных, то они бы обнаружили информацию об участии гендиректора в судебном процессе и, подозреваю, оградили бы себя от большого числа неприятностей.
- *Прислушивайтесь к внутреннему голосу.* Поскольку даже в результате очень тщательной процедуры «дью дилидженс» можно не обнаружить скрытых проблем в связи со сделкой, нужно также доверять своим собственным инстинктам. На моем пути было множество предупреждений



тельных сигналов, но я был настолько возбужден заключением сделки, что не обращал на все эти «красные флажки опасности» никакого внимания. Иногда даже незначительные детали — к лучшему или к худшему — могут удержать вас от заключения сделки. Лично я больше никогда не буду иметь дело с человеком, который носит кольцо на мизинце. Мне известны инвесторы, с опаской относящиеся к тем генеральным директорам, которые щеголяют татуировками, носят сапоги, костюмы из блестящего материала или галстуки «боло»\* или же весят больше 30 фунтов. Мне, например, очень нравится один венчурный капиталист из Кремниевой долины, который не станет давать денег гендиректору, чья фамилия обозначает какой-нибудь овощ. Можно только догадываться о том, как когда-то в прошлом сделки этого инвестора с Бобом Брокколи или Кэлом Кэрротом\*\* «пошли на семена».

- *Не позволяйте неудачным сделкам портить отношения с вашими партнерами.* Сделки приходят и уходят, а ваша репутация остается. Разделяясь с Ceramic City, мы прилагали все усилия к тому, чтобы позаботиться о кредиторах, вложивших свои средства, защищая их инвестиции максимально долго уже после того, как у нас не осталось никакой надежды на возврат своих денег. Несмотря на то, что данная сделка была самой ужасной в моей жизни, сформировавшиеся отношения с этими кредиторами до сих пор остаются одними из лучших профессиональных рекомендаций в моем портфеле. Им известно, что некоторые сделки терпят неудачу, но они продолжают работать с вами, если вы будете относиться к ним как к партнерам. В противном случае они прижмут вас к стенке, и это будет преследовать вас на протяжении всей вашей карьеры. Если правильно разобраться с плохой сделкой, то можно остаться в живых и быть готовым к следующим сражениям.
- *Тщательно выбирайте партнеров.* Один из важнейших уроков неудавшихся сделок — осторожность при выборе компаньона. Гендиректор Ceramic City оказался плохим партнером, который провалил инвестиции и разрушил компанию. Осторожность при выборе партнеров — касается ли это членов вашей группы менеджеров или инвесторов — не помешает. Если поднялся ветер, а в корабле образовалась течь, нужно быть уверенным в том, что на клич «Свистать всех наверх!» отзовутся все. Кроме того, необходимо убедиться, что людям, с которыми вы работаете, можно доверять. Даже если изначально ваши цели были скоординированы, нередко ситуация меняется по ходу сделки. Если такое произойдет, не хотелось бы очутиться в одной постели с Джеком Потрошителем.

\* Галстук в виде шнура с орнаментальным зажимом. — Прим. пер.

\*\* В переводе с английского — морковь (carrot). — Прим. пер.

В сделке всегда задействовано множество партнеров — от членов вашей команды менеджеров до инвесторов и банкиров. Партнерские отношения с ними либо помогут вам достичь прочного соглашения, либо приведут основателей к расстройству сделки и, возможно, разрушению компании. Все доллары разные. Некоторые из них накладывают бóльшие ограничения, чем другие. Одни инвесторы помогут вам построить дело, а другие — лишь стремиться к быстрому получению наличных. Кто-то всегда будет вести себя честно по отношению к вам, а кто-то способен на предательство. Некоторые позволят вам самостоятельно управлять делами, другие захотят сделать это за вас. Глядя на каждого потенциального партнера, спросите себя, останутся ли ваши партнерские отношения такими же хорошими, если вы добьетесь сумасшедшего успеха? Как поведет себя партнер, если сделку постигнет неудача? Хотели бы вы дружить с этим человеком? Вынесли бы вы, если бы он был вашим врагом?

## **Не позволяйте любви к сделке ослепить себя**

Самый быстрый путь, ведущий в «ад сделок», — это допустить страсть в свое сердце. Именно увлеченность и мечты приводят людей к заключению сделок, но, привлеченные этой же милой сладкозвучной песнью, они разбиваются о скалы. Роковое увлечение, личные эмоции, а также мечты о завоеваниях долгое время удерживают их там, откуда следует отступить. Если бы я не был столь страстно увлечен идеей заключения сделки с Ceramic City, я мог бы обратить больше внимания на кольцо на мизинце и другие яркие сигналы опасности, которые постоянно встречались на пути.

Об этой проблеме известно всем, однако она постоянно приводит к срыву многих сделок. Единственное место, где люди еще быстрее пренебрегают разумными соображениями, — это спальня. Что же касается сделки, то если вы стремитесь держать ее под контролем, то с гораздо большей вероятностью она будет контролировать вас.

Вот что произошло с двумя моими друзьями, которые закончили Стэнфордскую бизнес-школу в 1987 г. Они были полны решимости купить компанию. Это было их мечтой. Они были умными парнями, которым всегда везло. Обоим было под тридцать, и случилось так, что оба, к счастью, были из состоятельных семей с хорошими связями. К тому же, они могли рассчитывать на поддержку со стороны нескольких старших преподавателей Стэнфордской бизнес-школы. Профессора согласились помочь своим студентам найти компанию, проконсультировать их по вопросам сделки, выделить некоторое финансирование и после заключения сделки войти в совет директоров. Казалось, ничто не может им помешать.

После окончания бизнес-школы эти молодые радикалы вернулись в Сиэттл, где жили их семьи. Они организовали товарищество, сформировали мощный наблюдательный совет, сняли офис и дали своей компании престижное название. Они планировали завершить все за два года, однако в действительности предполагали заключить крупную сделку в течение шести месяцев. В Сиэттле и его окрестностях друзья искали прибыльные компании с объемом продаж не менее 10 млн. долл.

Тот факт, что два выпускника со степенью магистра делового администрирования, которым не было еще и тридцати, никогда не управляли делами компании такого размера, а, по правде говоря, у них вообще не было опыта управления компанией, не казался серьезным препятствием. Им следовало бы осознать этот недостаток и привлечь кого-нибудь с навыками операционного управления, кто мог бы консультировать их по сделке, но они упустили этот момент из виду и приступили к установлению контактов. Они обзвонили всех брокеров, инвестиционных банкиров, бухгалтеров, юристов, специализирующихся на заключении сделок, и старших операционных менеджеров в городе. Они организовывали встречи, вручали свои визитные карточки и вели неофициальные беседы. Они посещали отраслевые конференции, надеясь создать поток сделок.

Через некоторое время сделки начали появляться. Позвонил какой-то бухгалтер и сообщил, что кто-то хочет продать семейную компанию, если цена окажется подходящей. Позвонил инвестиционный банкир и представил компанию, желающую продать подразделение. Они начали прорабатывать кучу предложений, постепенно развивая свою способность отделять «мусор» от сделок, имеющих потенциал.

Затем позвонил один инвестиционный банкир и предложил увлекательный проект. Молодые «умные головы» во всеоружии вступили в борьбу за него. В своем воображении они представляли, как, воспользовавшись данным шансом, они станут «богами сделок». В течение трех месяцев они работали над цифрами и потратили 50 тыс. долл. на юридические услуги, переезды и исследовательскую деятельность. С помощью консультативного совета они распланировали кредитную линию и подали в инвестиционный банк предложение на 15 млн. долл. Они почти уже ощущали вкус торжественного ужина по случаю заключения сделки. В своих мечтах они «прокручивали» время на несколько лет вперед — к тому моменту, как продадут компанию и уедут отдыхать на Капри.

Однако следующий звонок от инвестиционного банкира вылил на их головы ушат холодной воды. Финансист поблагодарил их за предложение и сообщил, что они прошли первый тур. Однако для того, чтобы перейти к следующему этапу, необходимо было увеличить сумму их предложения

на 2 млн. долл. Они созвонились со своими консультантами и согласились поднять эту сумму. «Но на этом все, — сказали они, — ни доллара больше».

Инвестиционный банкир позвонил вновь. По его словам, их предложение было «очень сильным», но есть и другие хорошие заявки. Он сказал, что им нужно быть наготове. Теперь банкир поймал их на том, на чем рассчитывал. Они были эмоционально привязаны к сделке. Она значила для них все. Было бы немыслимым просто списать девять месяцев работы и 50 тыс. капитала на затраты, связанные со сделкой, ничего не получив взамен. Они должны были заставить ее заработать. Они уже рассказали о ней своим женам и семьям. Если бы сделка не удалась, инвесторы могли бы прекратить поддержку деятельности фирмы в целом. Вцепившись в эту сделку, они попали в ловушку. И освободиться было невозможно. А инвестиционный банкир попросту мучил их неопределенностью.

Они вновь пересчитали все цифры. Выкроили еще 1 млн. долл. Позвонил банкир: «Срок подачи окончательных предложений завтра. Кроме вас, сделку хотят получить еще две фирмы. Честно говоря, руководство отдает предпочтение вам. Вы могли бы стать собственниками компании, но нужно действовать очень энергично. Будьте готовы!» Конечно же, они были уверены в том, что двум другим простофилям он сказал то же самое, но что можно было сделать? Им нужна была эта сделка.

Предложение увеличилось до 18 млн. долл. — намного выше того, что мог бы предложить разумный человек. Однако на этом все не закончилось. Менеджер инвестиционного банка позвонил на следующий день. «Вы близки к завершению сделки. Спасибо за участие, ваше предложение настолько конкурентоспособно, что мы решили подождать с закрытием еще один день». Молодые дельцы негодовали, разражаясь проклятиями и в исступлении стуча кулаками по столу. Это несправедливо, неэтично. Тем не менее цена была увеличена еще на 0,5 млн. долл.

Это случилось в пятницу. В понедельник они позвонили банкиру, но он не ответил. То же самое — во вторник. Его секретарь говорил, что у него совещания. В среду позвонил помощник банкира и сообщил, что они подписали сделку с крупным корпоративным покупателем, предложившим 22 млн. долл. «Спасибо за участие. Ваше предложение было очень конкурентоспособным». Другими словами, у них не было никаких шансов стать победителями. Их лишь использовали в качестве «ширмы», чтобы крупная компания добилась своего честным путем.

Через три года утомительной работы и тщательного изучения сотен сделок молодые «радикалы» расформировали свое товарищество. Один занялся делами семейной инвестиционной фирмы, второй пошел рабо-

тать в инвестиционный банк. Думаю, что история с неудавшейся сделкой научила его тому, где следует искать все радости жизни и деньги.

Побывав в своем собственном «аду сделок», эти инвесторы получили хороший урок. Теперь на личном опыте они убедились, насколько легко можно играть на эмоциях людей, которые так поглощены сделкой, что не способны рассуждать здраво. Кроме того, они поняли, что ни в коем случае не следует привязываться к сделке эмоционально. Будучи менеджером, руководящим выкупом компании, вы должны поступать именно так. Оставайтесь беспристрастным. Это всего лишь сделка, и, поверьте, у вас еще появятся другие возможности.

## **Будьте бдительны**

Все вышесказанное не означает, что вам нужно избегать подобных сделок. Хотя некоторые из них, как в случае с Ceramic City, могут привести вас в жаркие круги ада, другие, подобные Software AG, ведут высоко наверх — туда, где дует прохладный райский ветерок. Процедура «дью дилидженс» поможет вам проанализировать риски, связанные со сделкой, но даже самым тщательнейшим образом продуманная сделка все равно несет в себе значительный риск. Когда вы летите со скоростью несколько сотен миль в час на расстоянии в несколько тысяч футов над землей, лучше всего крепко держать ручку управления и следить за наземными ориентирами. Исключить риск нельзя. Можно либо приспособиться к нему, либо вернуться в уютный маленький офис в компании IBM. Если вы понимаете, какие опасности таит в себе сделка, у вас больше шансов избежать наиболее распространенных ошибок. Как сказал Томас Эдисон: «О людях помнят не по количеству неудач, а по частоте успеха. Каждая неудачная попытка — это еще и шаг вперед».

В следующих главах мы рассмотрим способы, позволяющие строить сделки таким образом, чтобы они были успешными. Эти методы, наряду с заработанным тяжелым трудом опытом, помогут вам не сбиваться с прямого и узкого пути, уводящего вас подальше от Ceramic City в гораздо более лучшее место.



## ГЛАВА 4

---

# Найти или создать ВОЗМОЖНОСТЬ

*Часто я просыпаюсь по ночам, начинаю размышлять над серьезной проблемой и прихожу к выводу, что должен рассказать о ней Папе Римскому. Затем я просыпаюсь окончательно и вспоминаю о том, что я и есть Папа Римский.*

Папа Иоанн XXIII (1881–1963 гг.)

Руководители компании Techway были шокированы, когда получили известие из своей штаб-квартиры. Их материнская фирма, крупный подрядчик оборонной промышленности, решила продать подразделение, предоставлявшее услуги в области информационных технологий (ИТ), стоимость которого составляла 300 млн. долл. Материнская компания занималась производством крупных образцов военной техники и других видов технического оснащения и не была заинтересована в дальнейшем предоставлении услуг в области информационных технологий, поскольку этот бизнес не имеет твердых активов и полностью зависит от занятых в нем людей. Основу компании Techway составляли ее сотрудники и их способности. Подразделение относилось к сфере консультационных услуг, а его сотрудники работали по крупным контрактам федерального правительства в области вычислительной техники. Компания-производитель технического оборудования действительно не разбиралась в этом деле и относилась к своему подразделению как к приемному ребенку, не признавая его преимуществ и проводя в отношении него политику, которая была лишена всякого смысла. И вот материнская корпорация решила отпустить подразделение на волю.

Подобная ситуация одновременно мучительна и полна треволнений для любой команды. Означает ли это, что мы потеряем работу, или все закончится тем, что мы окажемся в какой-нибудь материнской компании, которая нас купит? А может, мы способны сами выкупить нашу фирму? Руководители Techway знали, что в руках у них находятся активы, качество которых растет. Оказалось, что нет худа без добра. Ситуация, которая поначалу представлялась кризисной, теперь открывала новые перспективы. Они выкупят фирму. Воспользоваться этой возможностью или нет — зависело от них.

На протяжении последующих глав мы будем возвращаться к примеру компании Techway, чтобы ознакомиться с тем, каким образом ее менеджеры решали задачи каждого этапа подготовки сделки. Мы узнаем, как они разрабатывали свою стратегию, совместно с продавцом продумывали сделку, готовили соглашение на передачу управления вместе с инвесторами, а также анализировали предполагаемую прибыль, которую должны были получить они сами и их партнеры по инвестициям. На основе данного примера поясняются основные принципы, изложенные в книге, а также документы, связанные с выкупом компаний и необходимые при заключении тех типов сделок, с которыми вы можете столкнуться в своей профессиональной деятельности.

Опыт менеджеров компании Techway еще раз подтвердил, что крупные корпорации каждый день отказываются от огромных подразделений своего бизнеса, которые более не соответствуют их стратегии. Эти выбрасываемые за борт фирмы не представляют никаких проблем, кроме того, что отягощают «корабли» своих материнских компаний. Руководители подразделений, подбрасываемых в воздух подобным образом, могут либо быстро упасть вниз, либо полететь. Все зависит от того, готовы ли они покинуть гнездо. Менеджеры фирмы Techway были готовы, и когда шанс появился, они на него отреагировали.

Однако шансы получить компанию в собственность не всегда отыскивают вас сами. В некоторых случаях их нужно искать. Необходимо найти свою собственную стартовую площадку. Нужно иметь мечту и следовать ей — либо путем выкупа другой компании, либо посредством создания новой фирмы в результате серии приобретений.

В данной главе рассматриваются различные вызовы, возникающие при использовании каждого из указанных подходов. В первом разделе мы исследуем руководство революцией изнутри, т. е. управление теми мерами, которые направлены на приобретение своей собственной фирмы. Во второй части мы ознакомимся с ситуацией, когда выкуп или создание компании осуществляется внешними покупателями.



## Руководство революцией изнутри

Когда корпорации, подобные материнской компании Techway, принимают решение о продаже своих подразделений, менеджеры, которые ими руководят, как правило, сталкиваются с печальной перспективой будущего. Возглавляемые ими подразделения, вероятнее всего, будут уменьшены и объединены с существующими фирмами покупателя, приходящего извне. В большинстве случаев управляющие выкупаемых подразделений оказываются на улице. Поэтому они принимаются за дело, пытаются разобраться в том, что происходит. Или же, подобно крысам, начинают покидать тонущий корабль — «стряхивают пыль» со своих резюме и ищут новую работу в другой компании. Именно в этот момент руководителям следует задуматься о проведении выкупа компании менеджерами, который позволит им превратиться из тонущих крыс в капитанов собственных кораблей.

Как показывает опыт Дана Гиллиса и Гарри Маккрири из компании Software AG (рассмотренный в главе 1), менеджерам не обязательно ждать появления сделок внутри компании. Они могут увидеть возможность и инициировать процесс до того, как материнская компания выставит фирму на продажу. Данные возможности для выкупа имеются везде, но, как правило, менеджерам трудно их распознать, поскольку они привыкли видеть бизнес таким, какой он есть на сегодняшний день. Они не привыкли анализировать возможности выкупа, и мир выкупов бизнеса менеджерами представляется им незнакомой территорией.

### Почему компании предпочитают продавать свои подразделения их управляющим?

Почему же при наличии огромного числа хорошо обеспеченных потенциальных покупателей владельцы могут быть заинтересованы в продаже бизнеса менеджерам, уже работающим в компании? Многие менеджеры полагают, что, участвуя в торгах, они-то как раз находятся в менее выгодном положении по сравнению с крупными корпорациями и другими фирмами по выкупу компаний. Они не осознают, что на самом деле обладают рядом преимуществ, которые дают им перевес при подготовке сделки и представлении ее владельцам. Среди преимуществ, которые дает продажа компании работающим в ней менеджерам, можно назвать следующие.

- *Соблюдение секретности.* Даже если приняты максимальные меры предосторожности, присутствие посторонних лиц, копающихся в бумагах компании при проведении процедуры «дью дилидженс», ставит под угрозу конфиденциальную информацию, которую продавец не хотел бы раскрывать. Покупателями часто являются важные конкуренты.

Большинство компаний предпочло бы не показывать соперникам списки своих клиентов или бухгалтерские балансы подразделений. В результате подобной деятельности конкурентам неизбежно становятся известны коммерческая тайна и специфические методы торговли. Будучи инсайдерами, работающие в компании менеджеры уже имеют все данные, которые необходимы для завершения сделки. Продажа фирмы работающим в ней менеджерам позволяет сохранить конфиденциальную информацию в компании.

- *Последовательность.* Если компания выставлена на торги, то в случае прерывания продажи большая часть собственного капитала из нее уходит. Продажа — процесс болезненный. Он является источником возникновения неуверенности среди работников, приводит к текучести кадров, а также приостанавливает долгосрочные инвестиционные проекты. Клиенты и поставщики испытывают также стресс и неуверенность в будущем. Обычно срок выкупа составляет 6–9 месяцев, что в современном корпоративном мире Америки сопоставимо с двумя экономическими циклами. В этот период может значительно уменьшиться общая фактическая стоимость компании, в особенности, если процесс затягивается или не приводит к позитивным результатам. Выкуп компании менеджерами, напротив, снижает возможность срыва открытой продажи и гарантирует последовательность в управлении. Менеджеры, работающие в компании, понимают все существующие для данного бизнеса риски и знают, как их оценить количественно и проанализировать. Таким образом, они являются идеальными покупателями.
- *Скорость.* Внутренняя сделка по выкупу компании менеджерами может быть подготовлена намного быстрее, чем в случае продажи внешнему покупателю. Процесс проведения процедуры «дью дилидженс» и устранения всех трудностей, связанных с продажей, продвигается намного быстрее, если этим занимаются менеджеры, которые уже работают в компании. В среднем сделка по выкупу компании может быть завершена в течение примерно 3–4 месяцев — вместо тех девяти, которые, как правило, необходимы в случае проведения аукциона. Такая скорость означает для владельцев экономию средств и меньшие нарушения нормальной деятельности компании.
- *Более низкие комиссионные за услуги инвестиционного банка.* Комиссионные за услуги инвестиционного банка для владельцев, которые ищут покупателя компании за пределами своего бизнеса, как правило, составляют 1–4% от общей стоимости сделки. Если компанию выкупают менеджеры, этих комиссионных можно избежать.

- *Условное страхование.* Если после продажи бизнес начинает успешно развиваться, то продавец, в конечном итоге, выглядит как глупец, упустивший хорошую возможность. Сделки с менеджерами компании часто дают возможность продавцу получить долю в новом деле. Например, при сделке SAGA Software немецкая материнская компания Software AG сохранила 10% акций фирмы и получила, таким образом, порядочную выгоду в связи с последующим успехом фирмы. Для менеджеров выкупаемой компании подобные непрерывающиеся инвестиции со стороны материнской компании обеспечивают дополнительный капитал для их новой фирмы, а также «благословение» корпорации, которое придает уверенности ее клиентам и поставщикам. В свою очередь, для корпоративных бюрократов, продающих дело, такая ситуация может сыграть роль своего рода «условного страхования». Если они недооценили стоимость данного бизнеса, то есть возможность сослаться на тот факт, что у них есть доля в успешно развивающейся фирме.

По этим причинам при продаже компании владельцы могут действительно отдать предпочтение ее менеджерам, а не внешнему покупателю, если, конечно, будет предложена подходящая цена. Менеджерам, предлагающим выкуп, следует указать владельцам на эти преимущества. В частности, если продавец хочет уладить все дела достаточно быстро, такие аргументы могут помочь избежать выставления бизнеса на аукцион.

Однако, даже если высшее руководство не учло ваши убедительные аргументы в пользу заключения эксклюзивного соглашения с менеджерами и компания выставлена на аукцион, вам все же следует получить внутреннее разрешение на проведение сделки. В этом случае инвестиционный банк организует процесс надлежащим образом, и вы станете одним из участников группы потенциальных покупателей компании. Добивайтесь сделки, если можете, даже когда вам кажется, что вы проиграете на начальном этапе. Я видел множество команд менеджеров, которые во всеоружии появлялись в самом начале борьбы с настроением на то, чтобы одержать победу. Иногда соперники выбывали из борьбы или обнаруживали свою обеспокоенность тем, что предложение менеджеров уже принято в расчет. Многое может не получиться, но если менеджеры в игре, они могут быстро вмешаться в ситуацию.

Даже если и не станете победителем аукциона вы, приняв участие в самом процессе, научитесь многим вещам, которые окажутся полезными при заключении сделок в будущем. Несмотря на то, что подготовка предложения требует больших затрат, у вас как у инсайдера, как правило, есть возможность заранее узнать о том, имеет ли ваше будущее предложение шансы на успех. Это даст возможность отклоняться заблаговременно

(и вежливо) и сохранить свой капитал на другой случай или же настойчиво продолжать борьбу за награду. Какой бы путь вы ни выбрали, вам никогда не добиться победы, если вы не возьмете ответственность на себя. Так что берите свою самую большую «биту» и занимайте «зону бьющего».

## Преимущества для менеджеров

Помимо преимуществ, которые выкуп компании менеджерами предлагает продавцам, существуют свои выгоды и для команды менеджеров, и для инвесторов, позволяющие им совместно подготовить хорошую сделку. Самая главная привилегия состоит в том, что менеджеры на практике знакомы с тем, что они покупают. В то время как внешние инвесторы должны быть довольны тем, что им разрешают «попинать покрышки», у менеджеров была возможность протестировать компанию «на ходу». Кому-то предлагается лишь осмотреть дом, тогда как менеджеры уже в нем пожили и на практике испытали работу водопровода и электричества. Это намного более прочная база для заключения сделки. Обычно менеджеры способны предложить десяток способов приведения в порядок дел компании и улучшения стратегии ее развития, в частности, в ситуации, когда она отделяется от материнской фирмы. К преимуществам менеджеров по сравнению с внешними покупателями относятся следующие.

- *Стратегические представления.* Менеджерам известно, каким образом политика материнской компании и давление с ее стороны сдерживают развитие бизнеса. Они точно знают, где можно сократить затраты либо ввести новые стратегические направления. Некоторые из этих направлений могут возникнуть на основе весьма трудноуловимых данных, полученных в результате наблюдения за клиентами и внимательного изучения их пожеланий. Позиция внутреннего менеджмента в отношении выявления подобных стратегических возможностей намного сильнее по сравнению с внешними покупателями. Любой стратегический покупатель захочет проанализировать, где имеется упущенная выгода или не полностью задействованы сильные стороны компании. У менеджеров уже есть четкие ответы на данные вопросы.
- *Информация о скрытых проблемах.* В отличие от внешних инвесторов, менеджеру не нужно дожидаться проведения процедуры «дью дилидженс», чтобы выявить проблемы, имеющиеся у целевой фирмы. Они знают ее как изнутри, так и снаружи. Им известны слабые и «подгнившие» части, которые можно удалить, а также «плодородные» зоны, которые можно разработать еще лучше. У них есть информация о скрытых проблемах и о том, как их вывести на поверхность. Но самое главное состоит в том, что они знают, какие их ждут риски и награды.

Это дает им определенные преимущества перед остальными покупателями.

- *Команда, которая вас поддержит.* Если руководство представляет предложение на заключение сделки, то за этим, как правило, стоят все сотрудники подразделения, которых воодушевляет мысль о получении независимости вместе с командой, которая им знакома. Они знают о том, что в случае заключения сделки с менеджерами компания сохранится неизменной и в большинстве случаев их рабочие места будут сохранены. Эта энергия воодушевления ощутима на корпоративном уровне, и в результате владельцы признают ряд нематериальных преимуществ заключения сделки с менеджерами.

### **Подготовка предложения**

Если компания уже выставлена на продажу, подход к владельцам довольно прост. Проделав определенную подготовительную работу по оценке стоимости компании и разработке стратегии (глава 5), менеджеры заявляют о своей заинтересованности в покупке фирмы. Затем они предлагают свои расчеты для сравнения с показателями других потенциальных покупателей. В большинстве случаев менеджеры имеют достаточно четкое представление о стратегическом потенциале бизнеса, что обеспечивает им сильное преимущество по сравнению с инвесторами, которые специализируются на финансировании. Однако стратегические инвесторы, к которым относятся, например, конкуренты, могут воспользоваться возможностью для создания синергий или же представить накладные расходы, размер которых вряд ли сопоставим с тем, что могут обеспечить менеджеры. В подобных ситуациях менеджерам, скорее всего, будет сложно предложить более выгодную цену по сравнению с внешними покупателями.

### **Взаимопонимание с продавцом**

Необходимо понимать мотивацию продавца. Убедитесь в том, что у компании существуют веские стратегические причины продать бизнес. Гиллис и Маккрири знали о том, что Software AG необходимо было быстро найти денежные средства, а американское подразделение осталось единственным активом, который они могли продать. Понимание данного стратегического мотива позволило им подготовить успешную сделку, поскольку она помогла решить неотложную проблему материнской компании в обеспечении ликвидности.

Если же продавец мотивирован прежде всего ценой, то, как правило, такие условия являются не самыми лучшими для выкупа компании менеджерами. Продавец будет добиваться получения максимально высокой цены, что, скорее всего, привлечет инвестиционные банки, а, возможно, и

других покупателей, которые готовы предложить больше. В этом случае вы можете стать участником торгов, в которых борьба идет только за цену. А это — наихудший вариант. Если продажа бизнеса менеджерам не имеет в глазах продавца стратегической ценности, то ваша позиция становится шаткой. Необходимо приложить максимум усилий для того, чтобы заранее определить все мотивы, которыми руководствуется продавец.

### *Инициативные заявки*

Если менеджеры представляют инициативную заявку на покупку бизнеса, подобно тому, как это сделали Гиллис и Маккрири в случае с компанией SAGA, это требует от них намного большего напряжения. В подобных случаях бывает так, что, только задав соответствующий вопрос, вы можете поставить крест на своей карьере в данной компании. У высшего руководства сразу возникнут сомнения по поводу вашей преданности. Однако если вам повезет и вы сможете представить убедительные аргументы в пользу заключения сделки с менеджерами, это может привести к выкупу компании, в котором ваша команда будет единственным покупателем.

Кроме того, если вы сами инициируете сделку, то поиск подхода к владельцу потребует дополнительных ухищрений. Вспомним, что первоначально Гиллис обратился к Шнеллю, который на тот момент занимал должность гендиректора, через членов совета директоров, чтобы предложение не было чересчур прямолинейным. В то же время это означало, что он вряд ли был полностью уверен в том, что сообщение дошло. Если бы сделка не получилась, Гиллис был готов уйти из компании. Такая возможность при добровольных предложениях всегда существует, так что менеджерам следует иметь «запасной» план действий на случай подобного исхода.

Самостоятельно инициируя сделку, менеджеры часто стараются определить потенциальных партнеров по выкупу компании — еще до того, как обращаться к продавцу. Таким образом, они могут представить владельцу полностью сформированное и скоординированное предложение, финансирование по которому гарантировано хотя бы частично. Подбор партнеров имеет еще один важный плюс, поскольку они могут сыграть роль подставного лица. Например, сотрудник по корпоративному развитию одной крупной корпорации хотела купить подразделение фирмы. При этом она не желала рисковать своим положением в компании, однако ей нужно было выяснить, может ли заинтересовать материнскую компанию продажа этого подразделения. Она нашла партнера по выкупу и затем сообщила своим владельцам, что у нее есть кандидат, который проявляет интерес к приобретению фирмы (что, естественно, соответствовало действительности).

Таким образом, если владельцы отклоняют предложение, все выглядит так, будто сотрудник просто выполняет свои обязанности, связанные с представлением предложения. Если же хозяева заинтересуются, то менеджеры могут приступить к подготовке сделки. Представление партнера по выкупу в качестве покупателя также помогает обойти некоторые политические факторы, которые могут разрушить сделку. Как только другим менеджерам в организации становится известно о сделке и затрагивается их самолюбие, любой из них способен на некорректное поведение.

Очевидно, что при таком подходе следует проявлять особую осмотрительность — подбирать партнеров, руководствуясь разумом, и укрепить предлагаемую вами сделку по выкупу компании менеджментом (глава 7) еще до того, как вы обратитесь к продавцу. В тот момент, когда фирма по выкупу компаний обсуждает сделку с продавцом, нет никаких факторов, удерживающих эту фирму от того, чтобы обойти менеджеров и выкупить бизнес самостоятельно, или же оказать на них давление, чтобы они сдали свои позиции. Большинство стратегических инвесторов не станет поступать таким образом, однако некоторые финансовые инвесторы «славятся» тем, что в последний момент могут вносить изменения в соглашение, поэтому следует быть осторожными, чтобы обезопасить себя.

#### *Неблагоприятный сценарий: бонус за участие*

Если вы действуете осмотрительно и предлагаете достаточно хорошую цену, то что может произойти в наихудшем случае? Существует множество различных причин, по которым продавец может принять решение о том, чтобы не продавать компанию менеджерам. В этом случае, поскольку вы уже участвуете в обсуждении сделки, вам следует выдвинуть идею о «бонусе (премии) за участие» для себя и вашей команды.

В ходе продажи материнская компания часто готова выплачивать команде менеджеров определенный процент от цены (как правило, в размере 1–2 процентных пунктов), чтобы мотивировать их к заключению наиболее выгодного соглашения о продаже данного подразделения и обеспечить наличие сильного руководства после его продажи. Бонус наиболее вероятен при стратегической продаже, когда менеджеры, имеющие обязательства перед компанией, представляют собой важный элемент сделки. Однако корпорации соглашались на подобные условия только в четверти или трети всех случаев. Учитывая то, насколько существенной может оказаться эта небольшая доля, хуже от того, что вы зададите соответствующий вопрос, конечно же, не будет. Для продавцов данный бонус гарантирует, что руководство подразделения будет сотрудничать с ними, обеспечивая максимально выгодные условия сделки и успешное функционирование компании после продажи.

## Одной ногой в будущем, другой — в прошлом

Когда компанию выкупают ее управляющие, с этим связано одно противоречие. Вы одновременно являетесь менеджером компании и покупателем, сотрудником организации и лицом, ведущим переговоры с ней. Вы стремитесь к наименьшей цене, а владельцы хотят получить максимально возможную цену. Наилучший способ разрешения этого конфликта — в самом начале направить решение этой проблемы на правильный путь. Вам необходимо заявить о своем твердом намерении продолжить работу исключительно на благо компании, независимо от того, каким будет исход.

Большинство проблем возникает в том случае, если менеджеров одолевает жадность и они пытаются оказать давление на владельцев компании. В некоторых случаях они обладают способностью посеять сомнения в умах других покупателей и снизить стоимость компании. Однако подобная тактика, как правило, приводит к нежелательным последствиям в долгосрочной перспективе. Может пострадать долгосрочная стоимость компании, что больно ударит по самим же менеджерам после того, как они ее приобретут. Кроме того, покупатель может кое-что разглядеть через «дымовую завесу», созданную менеджерами, а это обязательно станет причиной возникновения у многих негативных ощущений. В таком случае фирма, покупающая компанию, вряд ли сохранит эту команду управляющих после ее продажи.

Наилучший способ избежать реальных или кажущихся конфликтов в этом процессе — быть полностью открытым и честным в своих поступках по отношению к продавцу. Сообщайте ему обо всех потенциальных противоречиях. Проведите тщательную оценку стоимости данного бизнеса и предложите хорошую цену. Если переговоры во всех отношениях построены на принципах честности и основываются на фактах, это уменьшает возможность возникновения конфликта. Необходимо отдавать должное стремлению продавца получить наилучшую цену.

Кроме того, в процессе выкупа компании вам следует продолжать исполнять свои обычные обязанности. В частности, организация выкупа на самом раннем этапе представляет собой внеурочную работу. На эту деятельность может потребоваться много времени, однако вы не можете допустить, чтобы она помешала исполнению ваших основных обязанностей по управлению компанией. Вы должны продолжать свою ежедневную работу, а вечерами становиться «гуру» по выкупу компании. У вас есть обязательство поддерживать фирму в рабочем состоянии. После того, как материнская компания благословит сделку, большая часть работы по выкупу может выполняться и в рабочее время.

Несмотря на то, что время от времени у вас могут появляться шансы выкупить компанию, в остальное время подразделение, которым вы руко-



водите, является неотъемлемой частью стратегии компании. Вы можете на всю жизнь застрять на своей должности, если ничего не будете предпринимать. Именно поэтому и стоит задуматься о том, чтобы побыть в роли потенциального покупателя, ищущего новую компанию, чтобы руководить и владеть ею. Стью Джонсон так и поступил.

## **Создание новой компании внешними покупателями**

В течение своей профессиональной деятельности Стью Джонсон несколько раз близко подходил к тому, чтобы стать генеральным директором крупной компании, однако каждый раз кто-то другой выхватывал у него из рук эту «награду». Будучи самым молодым вице-президентом компании Burroughs, он принял активное участие в борьбе за высший пост перед слиянием с фирмой Unisys. Затем, когда он занимал руководящую должность в PRC, его надежды на карьерный рост вновь были разрушены в результате поглощения компании фирмой Emhart. Он получил подтверждение того, что назначен преемником генерального директора Contel Corporation, но два дня спустя в компанию обратились представители фирмы GTE, и она была продана. Джонсон создал новое подразделение по сетевой интеграции в компании Bell Atlantic, возлагая надежды на то, что после того, как эффективное предприятие в этой области будет сформировано, можно будет получить независимость, отделившись от материнской компании. Однако бизнес начал процветать, и материнская компания вдруг выразила свое нежелание расставаться с ним. В результате слияния Bell Atlantic с фирмой NYNEX его присутствие в компании стало невозможным, и Стью был вынужден уволиться.

«Моя карьера менеджера приносила удовлетворение, однако не давала возможности полностью реализовать себя, — говорит эксцентричный бывший пилот морской авиации США. — Я был узником бизнеса 1980-х. Три раза компании, в которых я работал, либо участвовали в слиянии, либо их поглощала другая фирма. Моей целью, стремлением всегда было руководить публичной компанией, быть председателем совета директоров, человеком, который отвечает за стратегическое руководство и управление фирмой. Это было одним из моих нереализованных желаний. За плечами у меня было достаточное количество лет работы на различных должностях, кроме того, мне хватало честолюбия сказать о том, что меня это не удовлетворяет, если компания будет принадлежать кому-то другому. Я хотел всего этого только в своей собственной компании».

В данном разделе рассказывается о втором способе, воспользовавшись которым, менеджеры, подобно Джонсону, могут применить имеющиеся

у них экспертные знания и опыт для управления своими собственными фирмами. Вместо того чтобы выкупать компанию, которой они управляют, как это сделали Гиллис и Маккрири, они могут руководить выкупом других компаний — купить либо одну фирму, либо одновременно целый пакет фирм. Рассмотрим опыт Джонсона в области информационно-технологических услуг, а также Роджера Баллоу, известного нам по главе 2, который использовал свой богатый опыт в сфере туризма в новом деле, принесшем огромный доход ему и инвесторам. Затем обсудим важность соответствия бизнеса навыкам менеджера, порядок определения критериев поиска, а также источники информации о подходящих целевых компаниях для возможного выкупа. Наконец, мы рассмотрим, каким образом проводится анализ потенциального приобретения, осуществляется поиск финансирования и создается новая компания.

## Предпринимательские навыки

Джонсон уже имел опыт создания четырех или пяти новых крупных предприятий внутри корпораций, так что ему было известно, как можно сформировать видение и создать команду менеджеров, чтобы все получилось. «Мой *modus operandi*\* всегда сводился к тому, чтобы создавать новые направления бизнеса внутри корпоративной структуры», — говорил он. В компании Bell Atlantic, например, Джонсон запустил подразделения в сфере интерактивного видео и Интернета и за три года, начав с нуля, увеличил количество операций подразделения по интеграции сетей передачи голоса и данных, доведя их доходность до 300 млн. долл.

Хотя Джонсон и обладал замечательным опытом по созданию и управлению компаниями, он знал, что ему не хватает предпринимательских навыков, необходимых для создания новой компании. Он обратился к своему другу и партнеру по гольфу Биллу Олбрайту, который открыл несколько компаний в области технологий и успешно руководил ими. Олбрайт обладал видением предпринимателя и имел определенные достижения, которые дополнили опыт Джонсона. «Без него я не смог бы приобрести компанию так быстро. У меня был партнер, который мог заполнить пробелы, имевшиеся в моем опыте, тот, кто уже делал это раньше, — говорит Джонсон. — Любому человеку важно осознавать, что он чего-то не знает, на любом этапе карьеры. Я понимал, что есть человек, который уже занимался тем, что предстоит сделать. У меня были стратегия, видение и ответственность за обеспечение кадрами, он же отвечал за то, чтобы все получилось».

Первоначально стратегия сводилась к тому, чтобы использовать опыт Джонсона в области системной интеграции, который он применял на

---

\* *Modus operandi* (лат.) — образ или способ действий. — Прим. пер.

корпоративном рынке в компании Bell Atlantic, и выйти на средний рынок в бурно развивающейся области интернет-услуг. В частности, они исследовали возможность создания ведущей консультационной фирмы в области электронной коммерции посредством серии приобретений. Были и другие фирмы, стремящиеся к объединению по такой модели, а кроме того, существовала большая заинтересованность со стороны инвесторов. Джонсон — как осмотрительный и неторопливый мыслитель — не хотел слишком быстро включаться в этот процесс. Вместе с Олбрайтом он в течение двух месяцев путешествовал из Бостона в Южную Калифорнию и общался с клиентами и поставщиками, работавшими на среднем рынке информационных технологий. Они посетили ряд различных компаний, встретились с потенциальными клиентами и обсудили их пожелания, а также провели переговоры с несколькими группами инвесторов, страстно желающих принять участие в слиянии компаний в области интернет-услуг. Джонсон познакомился с такими понятиями, как «комиссионные за содействие» (promote fee) и «фиксированный процент вознаграждения за услуги менеджмента» (management carry), и вновь убедился в том, что цель, к которой он стремится, это нечто большее, чем деньги.

## Финансовые сделки

Джонсон был достаточно близок к тому, чтобы приступить к быстрой организации пакета приобретений\* и получению наличных, но он понимал, что данные финансовые операции наполнят его карманы, однако не заполнят пустоту в его душе. Стю был силен в создании компаний и управлении ими, а вовсе не в финансовых махинациях. Он просто не испытывал никакого желания этим заниматься. Несмотря на то, что деньги не были ему безразличны, это не было основной причиной, почему он был заинтересован в сделке. Джонсон хотел создать компанию и руководить ею.

«Я пришел к выводу, что если бы мы организовали пакет приобретений, то получили бы какое-то количество средств, немного развлеклись, однако компанию не создали. Мы бы построили финансово-инжиниринговую модель, которая была бы адекватной для существующего рынка, но не представляла бы ни для кого никакой ценности. Я не финансист. Мне необходимо чем-то управлять. Мне нужно что-то создавать. Общаясь с

---

\* Пакет приобретений (англ. «roll-up») представляет собой одновременное приобретение нескольких компаний, которые затем (часто одновременно) готовят к первоначальному публичному предложению акций (IPO). Идея такого быстрого захвата и объединения компаний была весьма популярна в конце 1990-х годов, однако по многим аспектам показала свою несостоятельность в связи с проблемами интеграции приобретаемых активов. — *Прим. пер.*

финансовыми инвесторами, мы обнаружили, что у них не было других планов, кроме как провести IPO и сбежать».

«Вероятно, я заработал больше денег, чем смогу потратить за всю свою жизнь», — говорит Джонсон. Его слова — отражение одновременно и успешной карьеры, и скромного образа жизни. Он хотел не денег; ему необходимо было оставить после себя определенное «наследие». «Стью Джонсон не собирается кончить так, чтобы его последним делом на этом свете было создание компании на основе финансово-инжиниринговой модели, компании, на которую никто никогда не посмотрит и не скажет: “Это стоило немалых усилий”», — говорит он. Сменив свою стратегию, он поставил целью создание мощной работающей компании и приступил к формированию команды менеджеров, которая могла бы вести ее дела. Компания, первоначально названная BrightLight and Empryrean («эмпиреи» по средневековой космологии), позднее была переименована в Iconixx.

## Создание команды его мечты

Помимо создания своей собственной компании, большим стимулом для Джонсона было сформировать команду из менеджеров, которых он уважал и с которыми работал на протяжении последних 10–15 лет. Это была команда его мечты. «Этот опыт был подобен для меня чашке Петри, — говорит он. — Я мог создать компанию на основе некоторых догматов и принципов управления, которые хорошо работают, в чем я никогда не сомневался, и теперь у меня был шанс проверить это на публичных рынках».

К его удивлению, когда он обратился к членам своей команды, они согласились участвовать в его проекте. «Я был одновременно польщен и слегка испуган, поскольку все они не имеют той независимости, которая есть у меня, — говорит Джонсон. — У каждого из них семья и маленькие дети, которые еще не закончили колледж, как мои. Мы объяснили им, что это связано с риском, о котором они должны были знать... Мы дали им обещание, что, со своей стороны, приложим все усилия, чтобы добиться успеха. Поскольку в прошлом они всегда добивались успеха вместе со мной, они проэкстраполировали этот опыт на будущее».

Теперь от успеха данного бизнеса зависело не только его «наследие», но и карьера менеджеров, входивших в команду. В конце 1998 г., получив немного «семенного капитала», он принял команду на борт. Приступив к тщательной проработке и совершенствованию стратегии, Джонсон и его менеджеры стали более внимательно изучать роль Интернета на среднем рынке. Один из сотрудников участвовал в создании начинающей интернет-компании, и они проанализировали кривую освоения этой технологии. Стало ясно, что значение использования Интернета для фирм среднего размера постепенно претерпевало изменения. К информационным техно-

логиям, которые первоначально рассматривались как способ сокращения издержек путем уменьшения дебиторской задолженности или увеличения оборота товарно-материальных ценностей, теперь относились как к стратегическому инструменту. Это изменение предоставляло колоссальную возможность, и команда Джонсона реструктурировала свою стратегию, чтобы воспользоваться данным преимуществом.

## Создание компании

Создание компании, к чему стремился Джонсон, предполагает ряд дополнительных рисков по сравнению с выкупом отдельной сформировавшейся фирмы. Роджер Баллоу, который уже всю жизнь занимался созданием своего детища, когда Джонсон только открыл свою компанию, хорошо об этом знал. «Одно дело — известное предприятие, предлагающее намного большую определенность, — говорит Баллоу, гендиректор Global Vacation Group (GVG). — Создание новой компании несет в себе значительно больше рисков и сложностей. При выкупе вы берете существующую компанию и меняете структуру собственности. При ее создании вы получаете ряд существующих предприятий и механически соединяете их. При таком соединении математика должна работать так, чтобы один плюс один в результате равнялось трем».

Для того чтобы стратегия создания новой компании заработала, необходимо также иметь большой поток потенциальных сделок на выбор. В октябре первого года работы компания GVG под руководством Баллоу прорабатывала пять сделок, первые три из которых предполагалось заключить в декабре. К концу года две из них отпали по результатам процедуры «дью дилидженс». Владелец третьей компании струсил и в последний момент отступил. «Мы потратили много времени наших менеджеров и вложили порядочную сумму денег, но, несмотря на это, “пролетели” с этими сделками, — говорит Баллоу. — В конце года нам не повезло, но у нас на подходе было еще две, и в первом квартале следующего года мы ускорили работу по их подготовке».

И Баллоу, и Джонсон долго и мучительно раздумывали над тем, каким образом создавать компанию. Ни одному из них не приходилось вплотную заниматься приобретениями в прошлом, и ни тот, ни другой никогда параллельно не проводили 5–10 покупок одновременно. Это сложно для любого менеджера и требует участия команды специалистов с хорошим образованием, имеющих значительный опыт по заключению сделок. Что касается Джонсона, то в его команде работал эксперт в этой области по имени Том Модли, которому довелось иметь дело с таким потоком приобретений. А Баллоу больше опирался на нашу команду специалистов из компании Thayer Capital, которая выступала в роли инвестора. Оба этих

руководителя, однако, были в состоянии привлечь капитал для организации новой компании, поскольку они: во-первых, были преуспевающими руководителями высшего звена с выдающимся послужным списком успешных компаний; во-вторых, они были хорошо подготовлены — имели подробный план, который демонстрировал знание мультипликаторов, которые обеспечивают приобретение, а также четкую стратегию выхода; и, в-третьих, они были осведомлены о значительных трудностях, связанных с интеграцией нескольких компаний.

Важно отметить, что, совершая серию приобретений компаний небольшого размера, вы сталкиваетесь с большими трудностями по целому ряду причин. Во-первых, в маленькой компании, как правило, более слабое руководство по сравнению с крупной фирмой. Часто результаты ее деятельности определяются работой всего лишь одного или двух менеджеров. Брать на себя управление небольшой компанией рискованно, и нужно обладать мощным талантом руководителя, чтобы справиться с этим. Во-вторых, малые фирмы обычно имеют неразвитые информационные системы, либо они вообще отсутствуют. Часто предприниматели руководят своими компаниями, полагаясь только на интуицию, или же они не учитывают происходящее в окружающем мире. В-третьих, объединение сотрудников и отличных друг от друга поставщиков ряда небольших компаний, имеющих различную культуру, представляет множество проблем. Самое важное из этого — учесть различия в культуре разных компаний, чему часто не придается значения. Необходимо определить, настроены ли они на агрессию и конфронтацию или стремятся к сотрудничеству и достижению единодушия? Если вы объединяете компании с разными культурами и ждете, что они будут работать как единое целое, значит вы безумец. Это все равно что смешивать львов и ягнят. Соблюдайте осторожность, организуя подобные приобретения, тщательно все планируйте и не торопитесь. Учитывая данные риски, при приобретении малых фирм кому-то придется столкнуться с более низкой ценой (и, соответственно, с более низкими финансовыми мультипликаторами). Чтобы отразить этот риск малой компании, я бы запланировал скидку в размере 20–30% по сравнению с сопоставимыми публичными компаниями. Как всегда, важно все оценить.

## Стратегии успеха

Что нужно для того, чтобы успешно организовать и провести выкуп компании или отраслевое объединение фирм со стороны? Во-первых, несомненно, менеджер должен обладать достаточно хорошим опытом в целевой отрасли. Как и при выкупе компании изнутри, вы должны обладать умением определить способ, с помощью которого ее стратегическая ценность увеличится, а стоимость акций поднимется.

### *Определение своих критериев*

Перед тем как заняться поиском своей компании, необходимо сформировать критерии отбора. Они могут появляться и по мере осуществления процесса, однако должны быть тщательно продуманы и записаны до того, как вы сделаете хоть один звонок. Необходимо найти компанию, которая соответствует вашим навыкам, и разработать стратегию повышения ее стоимости после приобретения. Эта задача поможет сформулировать свои критерии поиска, которыми вы воспользуетесь для отбора потенциальных инвестиционных возможностей. Если не уделить время тщательной проработке этой части вашей методики, вы будете растрчивать свое время, двигаясь наугад, занимаясь сделками, в которых вы не можете максимально использовать свои сильные стороны, и вряд ли вам удастся найти финансовых партнеров.

### *Поиск подходящего варианта*

Первое правило — нужно знать себя. Составьте список навыков, которыми вы обладаете. Один из способов — обновить и пересмотреть свое резюме, отыскивая за названиями должностей определенные умения и примеры конкретного опыта, которые вы можете использовать. К какой области относится ваша специализация — финансы, маркетинг или производство? Знаете ли вы какую-нибудь отрасль вдоль и поперек? К какому типу менеджеров вы относитесь: к тем, кто инициирует изменения или сам создает новое? Обращаете ли вы внимание на детали или видите картину в целом? Какие отрасли интересуют вас больше всего? Какими компаниями вам приходилось руководить: небольшими или крупными? Работали ли вы с внешними инвесторами? Что входит в перечень ваших достижений (здесь нужно быть предельно честным)? Бывали ли у вас неудачи в бизнесе? Какие обстоятельства стали причиной этих неудач и о каких ваших слабых сторонах они свидетельствуют? Как можно укрепить эти уязвимые места?

Роджер Баллоу, перед тем как заняться компанией GVG, руководил фирмой в сфере туристических услуг, стоимость которой составляла 1 млрд. долл. Стью Джонсон был одним из пионеров рынка сетевой интеграции. Когда он создал компанию Icopixx, чтобы воплотить свои идеи на среднем рынке, не было никаких сомнений в том, что он обладает необходимым для этого опытом.

Можно, конечно, начать новое дело и за пределами области ваших специальных знаний, однако ваши шансы на успех в таком случае намного ниже. Кроме того, вам будет очень сложно найти инвесторов, которые смогут предложить финансирование. Если вы покидаете ту отрасль, где работали, необходимо представить убедительный рассказ, который покажет,

как ваш опыт может способствовать достижению успеха в выбранных вами секторах, если вы надеетесь получить хотя бы доллар у профессионального инвестора или банка.

Недавно ко мне пришел менеджер, чтобы предложить сделку в сфере розничной торговли аудиотехникой высокого класса. Он хотел объединить несколько компаний в этой отрасли. Идея была замечательная. Стратегия была нетрадиционной, но хорошо продуманной. В течение трех лет показатели по отрасли были невысокими в связи с тем, что на рынок вывели незначительное количество новых продуктов, а развивающийся сдвиг в сторону цифровых технологий в аудиотехнике способствовал тому, что рос объем продаж товаров, замещающих продукцию этой отрасли. Менеджер определил целевую компанию, начал переговоры на заключение сделки по достаточно хорошей цене и нуждался в финансировании. У него была впечатляющая профессиональная биография юриста, имеющего опыт заключения удачных сделок в кабельной отрасли и радиосвязи. Он заслуживал доверия и был человеком думающим. Но я задал ему один вопрос: «Как эта сделка связана с вашей предыдущей деятельностью?» Он сравнил переход к цифровой аудиотехнике с регулированием и дерегулированием в кабельной отрасли и радиосвязи. У меня уже был опыт инвестирования в сфере розничной торговли, и я знал, что это два абсолютно разных «зверя». Кабельная отрасль и радиосвязь являлись олигополистическими отраслями, защищенными государственным регулированием и лицензированием. Розничная торговля — это отрасль с жесткими условиями, где не существует никаких входных барьеров, подобных тем, что охраняют кабельную отрасль и радиосвязь, кроме того, здесь необходим стиль управления, больше связанный с жизнью. Несмотря на то, что предыдущий опыт этого управляющего был интересным, самым важным оказалось то, что он не имел специальных знаний в области розничной торговли. Поэтому я не мог согласиться участвовать в сделке, пока он не найдет партнера, обладающего экспертными знаниями в этой сфере.

Ваши критерии выбора компаний для приобретения должны соответствовать вашим знаниям и опыту. Если валовой доход самой крупной компании, которой вы руководили, составляет 20 млн. долл., не замахивайтесь на фирму с доходом в 200 млн. долл. Если всю свою жизнь вы управляли предприятиями в сфере обслуживания, не стоит выбирать фирму в области производства. Отход от своего основного опыта подрывает доверие к вам и снижает шансы на успех.

### *Оценка профессиональной биографии*

Как можно оценить, какую компанию вы готовы выкупить? Недавно я познакомился с группой молодых, энергичных менеджеров, которые вот-



вот должны были получить степень магистра бизнес-администрирования (МБА) в Уортоне. Все они являлись сотрудниками крупных концернов, главным образом в химической и обрабатывающей промышленности. В компаниях, где они работали, ожидали их возвращения после завершения программы МБА, однако замечательный профессор по предпринимательству в Уортоне по имени Терри Лапьер вдохновил их, и теперь они хотели распоряжаться своими судьбами самостоятельно. Это были талантливые менеджеры, которые желали получить существенную долю в капитале какой-нибудь компании и жаждали приступить к реализации своей цели. У меня была возможность выступить в классе этого профессора, и после доклада они просто вцепились в меня.

Один из менеджеров узнал о компании в отрасли, которая была выставлена на продажу. Компания имела годовой доход в размере 200 млн. долл. в год. С чего начать? Что им следует искать? Есть ли у них все необходимое для того, чтобы получить финансирование и запустить проект? Смогут ли они с этим справиться?

Для того чтобы оценить ситуацию, я задал им ряд вопросов, которые задал бы любой инвестор с целью узнать команду.

1. *Обладают ли они полной ответственностью за прибыли и убытки в компаниях, где работают в настоящее время?* Одна девушка из числа этих менеджеров имела такие обязанности, а двое других отвечали только за выручку. Подобная структура является типичной для многих крупных компаний. Менеджер, которая обладала ответственностью за прибыли и убытки, должна была стать руководителем группы — у нее были самые хорошие шансы на получение финансирования. Такие моменты инвесторы и кредиторы оценивают немедленно. Если в команде нет человека с полной ответственностью за прибыли и убытки, они, скорее всего, не будут финансировать никакие покупки. Инвесторы предпочитают, чтобы в команде был кто-то, имеющий опыт в этой области.

2. *Каков размер ответственности за прибыли и убытки?* Предполагаемый руководитель группы занималась компанией с размером выручки 150 млн. долл. Это — проблема. Фирма, инвестирующая в выкуп компаний, вряд ли станет финансировать группу управляющих, имевших опыт руководства компанией с выручкой 150 млн. долл., для покупки фирмы с выручкой 200 млн. долл. Я сказал им, что потенциально это возможно, однако с большой натяжкой.

3. *Насколько хорошими были ежегодные показатели деятельности подразделения, возглавляемого этим менеджером, за последние три года?* Она занималась фирмой в течение двух лет, и результаты были хорошими. Ей удалось увеличить чистую прибыль и обеспечить рост компании на 12%, тогда как по отрасли этот показатель составил 6%. Может ли она привести

доказательства своих достижений? Да, у нее есть все необходимые показатели, чтобы подтвердить успехи. Неплохо. В целом ситуация представлялась достаточно позитивной.

Значительное беспокойство вызывал размер компании. Я сказал им, что лучше бы выбрать для выкупа фирму с выручкой в пределах 80–100 млн. долл., что, учитывая их опыт, гарантировало бы точное попадание и намного облегчило бы задачу привлечения инвесторов. Если больше ничего другого вы не почерпнете для себя из этой книги, помните, что самое главное — это надежность.

Обращаясь к сфере деятельности, лежащей за пределами вашей специализации, найдите себе партнеров или консультантов, которые обладают необходимым опытом. Команда менеджеров из Уортона могла бы пригласить другого руководителя, имеющего опыт ответственности за прибыли и убытки в более крупной фирме. Это усилило бы команду и увеличило бы ее полномочия для того, чтобы взяться за более крупную сделку. Наряду с необходимостью создания неотразимой фабулы сделки нужно сформировать команду, которая обеспечит ей соответствующую надежность.

### *Установление критериев поиска*

Каким образом можно в общих чертах описать ваши критерии поиска? Рассмотрим реальный пример документа, в котором они устанавливались, принадлежащий хорошо известному нам генеральному директору — Дану Гиллису из компании SAGA. Если бы Гиллис собрался уйти из SAGA и заняться покупкой другой компании (наша фирма предоставила бы ему финансирование и по второй сделке), то разумными критериями могли бы стать следующие.

## **Дан Гиллис: критерии поиска компаний для их выкупа менеджерами**

- *Цель.* Провести выкуп компании менеджерами и стать владельцем контрольного пакета акций компании Newco.
- *Целевые отрасли.* Информационно-технологические услуги и продукты, в частности, межплатформенное программное обеспечение, программное обеспечение для мейнфреймов, а также сопутствующие услуги. Мы будем рассматривать компании, занимающиеся аппаратными средствами и обладающие конкретными характеристиками.

Гиллис наметил для себя отрасли, в которых он обладает обширным опытом, в достаточной степени конкретизировав их, чтобы посредники и финансовые партнеры могли предложить свою поддержку. Менеджерам необходимо соблюдать осторожность в том, чтобы не дать слиш-

ком широкого определения целевой отрасли. В случае Гиллиса термин «информационно-технологические услуги», например, обозначает слишком обширную отрасль. В случае менеджеров, обучавшихся в Уортоне, занятых в химической или обрабатывающей промышленности, их первоначальный выбор пал на легкую или обрабатывающую промышленность. Они надеялись, что подобная целевая отрасль подойдет для документа с перечнем критериев отбора. На самом деле это не так. Причина в том, что данное понятие слишком обширно. Обрабатывающая промышленность может производить и крепеж для самолетов, и спортивные товары, и одноразовые больничные принадлежности. Чем более узкими и конкретными являются критерии, тем лучше. Это объясняется двумя причинами:

1. Чем более точно определена ваша цель для поиска, тем легче ваша задача. Вы знаете, что вы ищете, какие коды стандартной отраслевой классификации (Standard Industry Classification — SIC) необходимо изучить и какие торговые ярмарки посетить.
  2. Узкая специализация помогает посредникам, в частности, инвестиционным банкам, к которым вы будете обращаться в ходе поиска. Если вы предлагаете «легкую или обрабатывающую промышленность», что является слишком общим понятием, то инвесторы не вспомнят о вас, когда им станет известно о каких-нибудь возможностях. Если же вы предлагаете «спортивные товары», то это намного более конкретно, и когда появляется сделка, связанная со спортивными товарами, партнеры сообразят, что именно вашей группе и нужно позвонить.
- *Наличие опытной команды.* Дан Гиллис, президент и гендиректор SAGA с 1995 г. по настоящее время, в прошлом был президентом компании Falcon Microsystems. Выручка компании Falcon составляла 250 млн. долл., и под руководством Гиллиса был обеспечен рост в размере более 20% в год. Он обладал полной ответственностью за прибыли и убытки.

Последний пункт кажется несущественным, однако его не стоит пропускать. Как было сказано выше, решающее значение имеет полная ответственность за прибыли и убытки, а не просто обязательства по выручке или затратам. Если вы не обладаете полной ответственностью за прибыли и убытки, стоит это указать.

- *Консультативный совет.* Два или три авторитетных имени с опытом в соответствующей отрасли.

Наиболее успешные менеджеры или предприниматели знают выдающихся людей в своей отрасли или за ее пределами, которые могли бы повысить надежность их предложения. По мере вашего движения вперед они могут помочь советом, а также дать отзыв о вашей работе. На данном этапе вам не нужно платить им, однако, если сделка завершена, следует их вознаградить. Но даже в этом случае лучше платить им не наличными, а предоставить опционы на акции вашей компании, а также возможность вложить собственные средства в сделки, которые вы

совершаете. Достаточно предоставить этим людям опционы на сумму 20–30 тыс. долл. собственного капитала. Консультативный совет нашей фирмы, среди прочего, получает доход от поддержки Вернона Джордана, Джека Кемпа, Дана Алтобелло, Джима Робинсона, Дрю Льюиса, Фрэнка Зарба и других.

- *Выручка целевой фирмы.* Предполагается на уровне 100–250 млн. долл. в год.

Приведенный диапазон достаточно широк, однако уместен. Он соответствует тому, чем занимался Гиллис в прошлом, и достаточно обширен для того, чтобы дать посредникам определенный ориентир.

- *Прибыльность.* Маржа прибыли до уплаты налогов — 5–15%; изменения стратегии деятельности компании не рассматриваются.

Это отвечает здравому смыслу, однако имеет большое значение. Работа по осуществлению кардинальных изменений требует от существующего менеджмента совершенно иного набора навыков. Если вы не являетесь менеджером по изменению стратегии деятельности компании, укажите это.

- *Источники финансирования.* Команда управляющих — Thayer Capital, Chase Bank и другие.

Важно показать, что вы тоже хотите вложить свой капитал на определенном уровне, и вы уже достигли некоторых предварительных договоренностей с банками.

- *Целевая норма доходности собственного капитала.* Минимум — 30% в год.

Все фонды прямого инвестирования намечают целевую внутреннюю норму доходности в размере 30–40% в год. Если ваша сделка предполагает только 20%, вам не удастся привлечь инвесторов, и, вероятно, вы слишком много платите за вашу целевую фирму. Если же предполагаемая норма доходности составляет более 50% в год, то это, конечно, интересно всем, но насколько реалистичны ваши прогнозы? Проверьте достоверность указанных показателей. В главе 8 мы ознакомимся с моделью расчета нормы доходности собственного капитала для управляющих и инвесторов.

- *География.* Среднеатлантический регион.

Различные инвестиционные фирмы специализируются на работе в разных регионах. Если у вас есть географические предпочтения, это необходимо знать потенциальным партнерам.

### *Составление бюджета и определение временных рамок*

В ходе определения критериев поиска необходимо также спланировать бюджет, который вы хотите выделить на реализацию проекта, и определить сроки. Будьте готовы потратить хотя бы год на поиск компании и установите

для себя крайний срок. Например, если вам не удастся подписать соглашение о заключении сделки в течение 12–15 месяцев, вы можете критически пересмотреть свои действия. Если установить это время с самого начала, это поможет вам тогда, когда вы будете глубоко погружены в работу над проектом, скорее всего, продолжая тратить силы зря.

Кроме общего бюджета следует сформировать ежемесячный бюджет, куда необходимо включить целевые показатели по соответствующим материалам исследований, затратам на поездки и представительские расходы, а также издержки на оплату услуг сторонних организаций, таких, как юридические, аудиторские и консультационные, на раннем этапе поисков. Чтобы запустить этот процесс, больших затрат вовсе не требуется, и вы можете легко начать, продолжая заниматься своей ежедневной работой. Все, что нужно для того, чтобы этим заняться, — это немного труда и пара листов бумаги. Расходы в первые месяцы, включая поездки, составят всего 1–2 тыс. долл. в месяц. Однако затраты могут значительно увеличиться, как только вы перейдете в режим «реальной сделки». Именно в этот момент расходы на юридические и аудиторские услуги, возможно, на оплату консультантов и, конечно, на командировки могут начать «пожирать» ваши средства. Когда же начнется реальная работа по проведению юридической и бухгалтерской процедуры «дью дилидженс», ваши затраты могут запросто составить 50–100 тыс. долл. — на бухгалтерскую проверку и еще столько же — на юридическую. Все эти расходы будут компенсированы при заключении сделки (если она будет заключена). В любом случае, будьте готовы. Покупка компании — задача не из дешевых.

### *Создание стратегии*

Общие критерии инвестирования, вкратце изложенные ранее в этой главе, могут помочь менеджеру, которому предстоит сформулировать стратегию приобретения компании. Приведенный перечень критериев может служить основой для обсуждения с инвесторами и потенциальными партнерами по приобретению компании. Однако некоторые руководители, подобно Стью Джонсону, предпочитают представить своим контрагентам более подробно разработанную стратегию и уже сформированную команду. Они понимают, что чем более завершенной будет стратегия и чем более квалифицированной и устойчивой будет команда, тем меньше рисков возникает для инвесторов, тем большую стоимость они создают и тем больший «кусочек пирога» смогут получить в свое распоряжение. Данная концепция, сосредоточенная на стоимости, которую может создать менеджмент компании для себя в результате качественного проведения подготовительной работы и обеспечения успеха сделки, является ключевой для данной книги и будет подробно рассмотрена в главе 7.

В стратегии, кроме того, должен быть четко определен вид возможностей, которые менеджеры планируют использовать. Кроме того, в ней должно быть четко показано, каким образом команда менеджеров может увеличить стоимость компании в процессе оценки и управления. Если стоимость оценена и наглядно показана, то с большей вероятностью команда сможет ее добиться при обсуждении перечня условий совместно с инвесторами. Разработка и представление стратегии бизнеса более подробно рассматриваются в главе 5.

## **Поиск компаний для приобретения**

На что же необходимо обратить внимание теперь, когда вы знаете, что ищете? Потенциальные сделки приходят через сеть контактов — либо через существующую в вашей отрасли, либо через инвесторов и по другим каналам информации. Как только вы заявили о том, что находитесь в поиске, к вам начинают поступать варианты сделок. Чем яснее вы можете представить свои критерии в самом начале, тем более качественные варианты будете получать. Если вы придете к инвестиционному банкиру и скажете о том, что хотите купить какую-нибудь компанию с выручкой более 5 млн. долл., это не даст никаких результатов. Наиболее важными элементами на ранних этапах ваших поисков и при встречах с возможными источниками сделок являются хорошая подготовленность и четкий перечень критериев сделки.

### *Работа в сети*

Перед тем как приступить к поиску сделок, необходимо обратиться к людям, имеющим опыт в интересующей вас области. Позвоните старейшим консультантам и тем, с кем вы имеете деловые связи в вашем регионе. Например, если вас интересуют технологические компании, в частности, фирмы, занимающиеся программным обеспечением, то выясните, какие бухгалтерские фирмы, бизнес-брокеры, инвестиционные банкиры и юристы обладают существенным опытом и экспертными знаниями в этой области. Добивайтесь, чтобы вас лично представили этим специалистам, чтобы значительно улучшить качество встречи и выбрать наиболее оптимальное время для ее проведения. Звонок инвестиционному банкиру вслепую, вероятно, будет встречен с презрением, неодобрением и ни к чему не приведет. Сначала помощник инвестора станет с неохотой перезванивать вам, затем секретарь начнет уклоняться от приема сообщений, и в конечном итоге вы почувствуете, что даже у автоответчика нет на вас времени.

Каждый из различных источников возможных сделок обладает разными качествами и мотивацией, чтобы помочь вам в ваших поисках. Роли каждого из этих источников приведены ниже.

*Инвестиционные банкиры.* Инвестиционный банк является посредником, который в первую очередь помогает в проведении брокерских операций, предложении акций и долговых обязательств, а также при реорганизации компаний (т. е. при слияниях и приобретениях). Все инвестиционные банки имеют в своем составе специализированные группы, занимающиеся конкретными отраслями. Убедитесь, что вы представляете свой проект той группе, которая связывает свою деятельность с интересующим вас регионом мира. Главный мотив их работы с вами сводится к получению комиссионных от проведенных транзакций. Размер комиссионных инвестиционного банка колеблется в широких пределах — в зависимости от финансирования или вида транзакций, однако чистые комиссионные при завершении сделки, как правило, составляют 0,5–2%, в зависимости от ее размера. На встрече с инвестиционными банкирами представьте им свои критерии и обсудите возможные способы помощи с их стороны. Не стесняйтесь давать обязательств по выплате комиссионных. Они всегда выплачиваются в случае успеха и являются ключом к тому, чтобы мотивировать банкира на работу от вашего имени. Если у вас есть идеи, принадлежащие исключительно вам, не делитесь ими открыто, если не чувствуете огромного доверия к банкирам или если у вас раньше не было взаимоотношений с ними. В конце встречи представьте банкирам конкретный план действий и последующих мероприятий. Они, как правило, очень занятые люди, и их сложно связать обещанием, так что четко формулируйте вопросы, связанные с дополнительной деятельностью. Кроме того, присутствуя на встрече, не забудьте попросить их провести поиск компаний по той отрасли, которая вас интересует. Они предоставят вам соответствующую информацию. Далее, попросите включить вас в список рассылки результатов изысканий по обычной и электронной почте. Банки часто осуществляют подобные рассылки, и эта информация будет чрезвычайно полезной для вас на всех стадиях проекта, в данный момент и в будущем.

*Бизнес-брокеры\*.* Бизнес-брокеры исполняют функции, аналогичные тем, чем занимаются департаменты слияний и приобретений (merger and acquisition — M&A) в инвестиционных банках, но сосредотачиваются в первую очередь на небольших компаниях (обычно с выручкой, не превышающей 50 млн. долл.). На практике брокеры не предоставляют других услуг, кроме чисто брокерских операций, — сведения покупателя с продавцом и получения комиссионных. Чаще всего они представлены

---

\* Бизнес-брокер — это посредник, цель которого свести продавца и покупателя компании (действующего бизнеса), при этом он должен обеспечить юридическую чистоту и конфиденциальность сделки и сделать ее выгодной для обеих сторон. — Прим. ред.

небольшими фирмами или индивидуальными предпринимателями, которые не занимаются исследовательской работой и не предоставляют других инвестиционно-банковских услуг, кроме указанных. Более крупные фирмы, как правило, обращаются в инвестиционный банк за получением данных исследований и анализа. Бизнес-брокеры обычно занимаются тем, что наугад обзванивают множество частных семейных компаний и общаются с их владельцами. Они сообщают собственнику, что представляют покупателей, которых интересуют компании, подобные его фирме, и спрашивают, насколько он заинтересован в обсуждении возможной продажи. Если владелец говорит «нет», они переходят к следующему. Если владелец отвечает что-либо похожее на «да», добыча у брокера «на крючке». Затем он обзванивает несколько потенциальных покупателей — как правило, это частные инвестиционные фирмы — и сообщает им, что есть компания, которую можно купить. Брокер обычно больше ничего не рассказывает до того момента, как будет подписан договор о комиссионных. После того как он подписан, брокер высылает вам кое-какую информацию об этой компании и рассчитывает получить комиссию, если продажа будет завершена в следующем году. Он обычно присутствует на одной или двух первых встречах, но в целом тяжелый груз подготовки сделки ложится на ваши плечи.

Брокеров иногда характеризуют как «продавцов подержанных автомобилей в области сделок по продаже компаний», поскольку они практически не делают никакой работы по подготовке продавца. Не проверив, что у «машины под капотом», они выставляют бизнес на продажу и прилагают все усилия к тому, чтобы он вновь заработал. Если вы как покупатель видите, что эти продавцы могут не соответствовать вашим критериям или, возможно, вовсе не собираются продавать компанию, все равно может оказаться полезным воспользоваться возможностью и встретиться с ними. Просто нужно быть осторожным. Приведите с собой своего собственного «механика», чтобы он заглянул под капот, поскольку никаких гарантий нет. Необходимо быть очень внимательным, чтобы не попасть на никакую не годные небольшие проблемные компании, которые часто можно обнаружить в ассортименте. Также нужно быть настороже с владельцами, которые могут желать встречи с потенциальными покупателями просто для удовольствия или из чистого любопытства, но у которых на самом деле нет никаких намерений продавать свои фирмы. Однако при всех этих недостатках брокеры могут оказаться важным источником информации о транзакциях, которые минуют открытые торги, однако на которые стоит обратить внимание. Нужно сделать так, чтобы сообщество брокеров начало усердно трудиться на ваше благо, и дать им понять, что вы позаботитесь об их комиссионных. В самом начале существования фирмы KKR она



приобрела несколько компаний у бизнес-брокера по имени Гарри Ромэн в Лос-Анджелесе. Гарри выполнял свою работу очень хорошо, и ККР смогла построить фундамент своей империи именно на основе возможностей, предоставленных бизнес-брокером.

*Бухгалтерские фирмы.* Бухгалтерские фирмы могут стать еще одним источником транзакций. Консультируя владельцев предприятий по вопросам налогов, проводя аудиторские проверки и предоставляя консультации, они имеют прямой доступ ко многим возникающим возможностям. Когда владельцы предприятий раздумывают о том, чтобы продать компанию, то первые два человека, которым они, вероятно, позвонят, чтобы обсудить эту идею, будут бухгалтер и юрист. Обращаясь к бухгалтерской фирме, начните с поиска партнеров в области аудита, а также в сфере слияний и приобретений. Звоните в разные отделы фирмы, пока не найдете группу, которая специализируется на интересующей вас отрасли. В большинстве фирм в настоящее время работают узкоспециализированные группы в таких областях, как технологии или розничная торговля. Кроме отраслевых экспертов, множество потенциальных сделок проходит через группу слияний и приобретений (M&A). Они — вторые по счету, к кому вам следует обратиться. Если вы заключаете сделку на основе информации, полученной у бухгалтерской фирмы, то необходимо найти способ для ее вознаграждения. Часто достаточно оплатить комиссионные за консультационные услуги, однако еще чаще наилучшим вознаграждением является наем на проведение аудита в той компании, которую вы приобретаете, уже после завершения сделки. Если вам в любом случае необходим аудитор, имеет смысл нанять фирму, которая сделала вам стоящее предложение.

*Юридические фирмы.* Юридические фирмы обычно не являются богатым источником информации о транзакциях, но время от времени они могут быть полезными, и поэтому к ним стоит обратиться. Ищите партнеров в тех фирмах, которые специализируются на корпоративном праве, в частности, на законодательстве о ценных бумагах и финансовых вопросах. Юристы, специализирующиеся на распоряжении имуществом на началах доверительной собственности и вопросах имущественных прав, могут знать владельцев компаний, которые подумывают об их продаже в рамках планирования наследства. И опять же, если юристы подскажут вам удачную сделку, необходимо найти способ отблагодарить их — путем выплаты гонорара, а, возможно, и предоставления их фирме работы.

*Консалтинговые фирмы.* Поскольку консалтинговые фирмы также имеют тесные контакты с главными исполнительными директорами крупных корпораций, они могут стать хорошим источником информации о подразделениях компаний, которые планируется продавать. Консультанты

разбираются в стратегических вопросах, стоящих перед этими компаниями и отраслями. Крупные фирмы, такие, как компания Bain, осознали ценность данной информации и создали свои собственные успешно работающие группы по прямым инвестициям, но при этом в их распоряжении могут быть данные о сделках в определенных отраслях, в которых они сами не собираются работать. Менее крупные, ориентированные на отдельные ниши компании, которые не обладают внутренним потенциалом финансирования, могут стать еще более эффективным источником информации о потенциальных сделках. Обращаясь в консалтинговые фирмы, контактируйте с сотрудниками, занимающими там как можно более высокие должности, добивайтесь личного знакомства с ними, там, где это возможно, и ищите людей в интересующей вас области.

*Руководители высшего звена: работающие и в отставке.* Руководители других компаний в вашей отрасли часто представляют собой наилучший источник информации о возможных сделках. Даже бывшие руководители продолжают сохранять хорошие связи, и обычно у них меньше проблем с тем, чтобы дать рекомендации о потенциальных приобретениях компаний. Используйте свои связи в отрасли и попросите своих знакомых, чтобы они порекомендовали каких-нибудь других руководителей, с которыми можно пообщаться. Это может стать замечательным источником инсайдерской информации, конкретно связанной с областями, которые интересуют вас больше всего.

*Изучение отрасли.* Проведение исследования по отрасли может стать чрезвычайно эффективным методом выявления возможностей для выкупа. Если вы заинтересованы в определенных секторах, например, в производстве спортивных товаров, оформите подписку на отраслевые профессиональные издания и посещайте соответствующие отраслевые выставки. Почти в каждой отрасли, независимо от размера, имеется своя ассоциация, часто она расположена в Вашингтоне, Округ Колумбия. Просто зайдите на веб-сайт отрасли, чтобы узнать, когда и где проводятся основные выставки, а также названия ведущих отраслевых изданий. Прodelав такую работу, вы начнете знакомиться с менеджерами компаний и завязывать полезные контакты. Вскоре вы будете «жить в пространстве отрасли», как говорят на профессиональном жаргоне в сфере выкупов компаний. Это означает, что вы будете питаться идеями вашей целевой отрасли и дышать ее воздухом, встречаться с ее участниками и узнавать о динамике ее развития. Это замечательный способ получения специальных знаний и развития важных связей, и такой метод может способствовать накоплению большого количества знаний, а также стоимости для вас и ваших инвесторов и — гарантирую — значительного потока сделок.

*Соглашения о комиссионных: ценность идей*

Если комиссионные инвестиционных банков или других посредников не оплачиваются продавцом, то, как правило, при заключении сделки они обратятся за оплатой к вам. Перед тем как рассказывать что-либо о потенциальной возможности приобретения компании, посредник попросит вас подписать соглашение о комиссионных. В принципе это справедливо, однако внимательно его изучите. Размер комиссионных колеблется в широком диапазоне, при этом 1% от общей цены покупки плюс компенсация затрат вполне соответствуют обычной практике. Для сделок небольшого размера инвестиционные банки и брокеры часто пользуются известной (или неизвестной!) так называемой «Формулой Лемана». По этой формуле комиссионные рассчитываются следующим образом: 5% от первого миллиона долларов общей цены покупки (т. е. 50 тыс. долл.), плюс 4% от второго миллиона, плюс 3% от третьего миллиона, плюс 2% от четвертого миллиона, плюс 1% от пятого и каждого последующего миллиона долларов. Некоторые более жадные посредники пытались протолкнуть «Двойную формулу Лемана», которая представляет собой ту же формулу по схеме 5–4–3–2% от первых 4 млн. долл., однако затем начисление 2% предусматривается до достижения первых 25 млн. долл., и только потом происходит переход к 1%. Если кто-то предложит вам данную формулу, скажите им, что вы готовы оплатить комиссионные по стандартной формуле Лемана и ни рубля больше.

Независимо от того, какая формула используется, самая важная часть соглашения о комиссионных — обеспечить, чтобы в нем содержалось условие об их выплате в случае успешной реализации сделки. Если сделка не завершена, то никакой компенсации не производится, и все стороны оплачивают свои расходы, связанные с подготовкой сделки, самостоятельно. Кроме того, убедитесь, что все комиссионные, а также другие ожидания с самого начала кристально ясны. Любая неопределенность будет лишь означать проблемы в будущем.

Это писанные законы соглашений о комиссионных, но существуют также и неписанные правила. Возможны ситуации, когда инвестиционный банк или другой посредник предлагает вашей компании какую-либо идею, однако на тот момент открыто не просит о заключении соглашения об оплате услуг. В этом случае юридически у вас нет никаких обязательств, однако с этической точки зрения в случае успеха вы обязаны выплатить посреднику определенное вознаграждение, если идея, которую он вам представил, воплощена. Инвестиционным банкам и бизнес-брокерам это свойственно. Так они зарабатывают себе на жизнь. Однако такой же подход применим к любому лицу, которое предлагает вам возможную сделку. Назовите это правильным образом действий, кармой сделки или

как угодно. Если кто-то подает вам идею, которая ведет к заключению сделки, за это следует заплатить.

Несколько лет назад я беседовал с одним своим бывшим партнером о компании в области телемаркетинга, которую только что приобрела моя фирма. Он упомянул о том, что знает одну телемаркетинговую компанию в Лос-Анджелесе, которую, возможно, тоже можно купить. Партнер спросил, не будет ли нам интересно встретиться с ее владельцами, в чем он мог бы посодействовать. Я очень заинтересовался, и он позвонил в компанию, чтобы организовать встречу. На этом все. Сам он на встречу не приходил. Мы больше никогда не обсуждали сделку, вопрос маклерских комиссионных либо любого иного вознаграждения. Он просто организовал встречу в знак уважения ко мне. Пять месяцев спустя мы купили компанию за 15 млн. долл. Мой бывший партнер ничего не сделал для этого, кроме того, что подкинул мне идею и сделал один телефонный звонок.

Когда сделка была близка к завершению, я позвонил ему и сказал, что мне нужны его реквизиты для банковского перевода, поскольку приближалось Рождество. Он спросил, в чем дело, возражал ровно две миллисекунды, и после этого я перевел на его счет 100 тыс. долл. в качестве комиссионных за консультационные услуги. Имеется в виду не организация встречи, а идея. Этот бизнес основан на идеях, а идеи, ведущие к успеху, должны вознаграждаться. Конечно, это не просто правильное поведение; это разумный способ ведения бизнеса. В следующий раз, когда у него появится хорошая идея, он вспомнит о нашей фирме. Это инвестиции в связи и в ценность бренда.

Помимо выплаты денежных средств, очень важно сохранить человека в орбите своей деятельности. Если кто-то представляет вам идею, то время от времени позванивайте ему или ей и сообщайте, как идут дела. Необходимо, чтобы у людей оставалось хорошее впечатление о работе с вами, чтобы они вспомнили о вас, когда у них появится следующая хорошая идея.

Как поступить, если банк или брокер предлагает компанию, о которой вам уже известно или с которой вы уже ведете переговоры? В этом случае вы ничего им не должны, но они могут ожидать чего-нибудь, если ваша реакция не будет немедленной. В тот момент, когда предложение сделано, вам необходимо объяснить им, что вы уже ведете переговоры или знаете об этой ситуации. Если вы не скажете об этом тогда же, это может привести к враждебности позднее, когда инвестиционный банкир обнаружит, что вы ведете переговоры с этой фирмой. В тот момент банк может потребовать комиссионные, и если вы сообщите, что уже общались с фирмой до того, как было сделано предложение, это будет выглядеть неправдоподобно. Аналогичные небольшие конфликты часто случаются в мире сделок, так

что всегда лучше сразу же сообщать факты и характер относящихся к делу отношений.

#### *Отделение зерен от плевел*

Теперь, когда у вас есть ряд потенциальных вариантов покупки компаний, необходимо «отделить зерна от плевел». Прежде всего, следует обратить внимание на чрезмерно высокие требования инвестиционных банков и других продавцов. Чтобы расшифровать отдельные фразы, вам может понадобиться словарь или переводчик. В помощь вам в таблице 4.1 приведен глоссарий. Наличие как минимум одного из указанных заявлений должно послужить сигналом к тому, чтобы задать необходимые дополнительные вопросы. В то же время, если вы предлагаете инвесторам свой собственный бизнес (о чем пойдет речь в главе 5), следует избегать использования подобных фраз, поскольку они могут вызвать тревогу у потенциальных партнеров.

**Таблица 4.1. Глоссарий инвестиционных банкиров**

| <i>Термин или фраза</i>                    | <i>Расшифровка</i>  |
|--|---|
| Стратегия приобретения                     | Существующие продукты не имеют рынка сбыта.   |
| Главным образом, в соответствии с планом   | Полученная выручка на 25% ниже запланированного уровня.                             |
| Модель биотехнологической компании         | Вероятно, нашлись глупцы, желающие приобрести акции компании по более высокой цене. |
| В значительной степени с опережением плана | План выполнен в один из последних трех месяцев.                                     |
| Ключевой (основной) бизнес                 | Это устаревшая группа товаров.  |
| В настоящее время бюджет пересматривается  | Финансовый план в ужасном беспорядке.   |
| Цикличная отрасль                          | В прошлом году мы понесли огромные убытки.  |

|   |   |
|---|---|
| Генеральный директор обладает предпринимательским складом характера | Генеральный директор совершенно неконтролируемый, почти маньяк.                             |
| Основные составляющие имеются в наличии                             | Года через два мы, возможно, сможем найти действенную стратегию.                            |
| Значительные инвестиции в НИОКР                                     | Мы безнадежно пытаемся угнаться за конкурентами.  |
| Некоторый спад  | Хуже быть не может.   |
| Длительный цикл продажи   | Мы пока не нашли клиента, которому нравится продукция.                                      |
| Огромная возможность  | Последний шанс.   |
| Стратегия, ориентированная на рыночную нишу                         | Мелкий игрок.   |
| На кривой роста выработки   | Мы не способны создать продукт с положительной маржей прибыли.                              |
| Возможность небольшого дефицита                                     | Снижение выручки составляет 50%.  |
| Повторное позиционирование бизнеса                                  | Недавно списаны инвестиции в размере многих миллионов долларов.                             |
| Немного ниже плана  | Снижение выручки составляет 75%.  |
| Стратегический инвестор   | Инвестор, который заплатит невообразимую цену в соответствии с самыми немыслимыми оценками. |
| Слишком рано говорить   | Результаты на сегодняшний день слишком плохие.  |

|   |   |
|---|---|
| Возможность для изменения стратегии компании    | Безнадежное дело.                             |
| Уникальный бизнес                               | У компании не более шести конкурентов.        |
| Укрепление команды управляющих                  | Организация в ужасном беспорядке.             |
| Неустойчивый объем операций                     | Огромные постоянные издержки.                 |
| Значительно ниже плана                          | Полное и непоправимое бедствие.               |
| Открывается «окно» для реализации возможности   | Без дополнительных средств компания погибнет. |
| Работаем в тесном взаимодействии с управляющими | Говорим с ними раз в месяц по телефону.       |

Помимо умения отсеивать гиперболы вам также необходимо найти бизнес, который соответствует вашим критериям. Все было бы очень просто, если бы идеальная целевая компания попала бы прямо в ваши распростертые объятия. Проблема в том, что идеальную фирму, которую вы представляете себе, найти не так просто. Всегда будут какие-нибудь недостатки. Возможно, это будет более высокая цена, сложный продавец или юридические проблемы. Как и при женитьбе, вы получаете «весь набор», так что необходимо оценить, какие недостатки могут вызвать проблемы, способные погубить сделку, а с какими недочетами вы научитесь мириться.

Одним из ключевых вопросов, которые следует принять во внимание, является готовность продавца к участию в сделке. Кроме того, нужно проверить, соответствует ли приобретаемая фирма вашей общей стратегии и культуре той компании, которую вы создаете. Поскольку вы являетесь скорее стратегическим, чем финансовым, инвестором, то компании, которые вы покупаете, будут компаниями, с которыми вам надо существовать. Это будут организации, которыми вы руководите. Поэтому, если появляются непреодолимые проблемы с точки зрения соответствия или эффективности, то эти компании могут отравить ваше существование не только с финансовой точки зрения, но также психологически и эмоцио-

нально. Если же эти приобретения — сильные, осуществлены по хорошим ценам и прекрасно соответствуют вашей стратегии, то они станут важным краеугольным камнем в создании вашего «наследия».

Тщательно оцените, готов ли продавец к продаже или просто поверхностно оценивает идею возможного расставания с компанией. Затем вернитесь к своим критериям в отношении сделки и определите, насколько этот конкретный вариант далек от вашего курса по каждому из направлений. Если вы рассматриваете несколько вариантов (а именно так вам и следует поступить), оцените поочередно каждый, чтобы понять, насколько они соответствуют вашим критериям. Имея на руках такую реалистичную оценку недостатков каждой сделки, подумайте, с какими из них вы сможете мириться, а какие являются сигналом к тому, что следует отступить.

## **Это ваша карьера, и вы за нее в ответе**

Когда большинство менеджеров думают о своей карьере или будущем своего бизнеса, они редко рассматривают возможность выкупа компании. Если вы целеустремленно ориентированы на продвижение по карьерной лестнице внутри фирмы, то, возможно, настало время изменить перспективы. Предпринимательская деятельность, о которой вы мечтаете и к которой страстно стремитесь, может оказаться ближе, чем вы думаете. Возможность руководить независимой компанией, по сути дела, может находиться прямо перед вами. И если там, где вы сейчас работаете, ее нет, она может быть очень близко в той же или смежной отрасли.

Никто не предложит вам эту работу. Нигде о ней не будет объявлено. «Охотники за талантами» не придут в поисках хорошего кандидата. Вы сами должны найти ее. Поиск возможностей является сложным вызовом с точки зрения организации и исполнения, но финансовые и профессиональные награды могут быть намного больше, чем даже при очень быстром продвижении по служебной лестнице внутри компании. Возможности есть, вам стоит только начать поиск.



## ГЛАВА 5

---

# Стратегия для компании

*Планы — ничто. Планирование — все!*

Дуайт Д. Эйзенхауэр

**М**енеджеры, работавшие в Techway, имели стратегическое видение относительно того, как можно реорганизовать компанию. В прошлом для выполнения правительственных контрактов в компании образовалось несколько отдельных подразделений, в результате функции во многих случаях дублировались. Менеджеры понимали, что различные операции можно логически объединить, что обеспечит значительную экономию затрат и, следовательно, существенное повышение прибыльности и стоимости компании. Они осознавали, что уровень льгот для сотрудников — одинаковый по всем подразделениям в рамках материнской компании — был значительно выше, чем в других компаниях, с которыми она конкурировала внутри отрасли информационных технологий (ИТ). Менеджеры также признавали, что в связи с политикой материнской компании было невозможно обеспечить необходимую структуру комиссионных, которая имеет огромное значение для привлечения одаренных специалистов в области продаж информационно-технологических услуг.

Менеджеры Techway понимали, что путем рационализации инфраструктуры компании и снижения количества льгот для сотрудников они смогут уменьшить операционные расходы на несколько миллионов дол-

ларов. Предлагая комиссионные торговым агентам, компания могла бы снизить издержки, связанные с выплатой заработной платы, и повысить размер выручки. Кроме того, существовали условия для роста, поскольку компания, в прошлом работавшая исключительно по правительственным контрактам, начала завоевывать прочное положение на коммерческом рынке. Менеджеры планировали значительно расширить сферу влияния фирмы в новом для нее качестве. Существовало большое количество возможностей, и их можно было реализовать при условии применения правильной стратегии.

## Формирование стратегии

Разработка и представление сильной стратегии развития бизнеса имеет решающее значение при заключении соглашения с инвесторами и для успешного развития событий в будущем. В данной главе на примере компании Techway рассматриваются различные способы разработки и четкого представления стратегических планов партнерам. Стратегический план представляет собой активный документ, который используется для подготовки сделки с инвесторами и развития бизнеса после ее завершения.

### Бизнес-план

Мой рабочий стол, как и стол любого инвестора, занимающегося выкупом компаний, до потолка завален бизнес-планами. Большинство из них никуда не годится, но, к удивлению, за некоторыми неинтересными планами часто стоят мощные идеи развития бизнеса. Просто они плохо представлены. Если менеджеры не могут продать идею сделки партнеру по выкупу, то каким образом они собираются заинтересовать ею банки, инвесторов на стадии первоначального публичного предложения (IPO) или участников рынка? Четкое и доходчивое представление идеи сильно не поможет, если она плохая, однако может значительно способствовать продвижению хорошего проекта. Представление четко изложенной идеи имеет большое значение на протяжении всего процесса выкупа компании. В течение первых пяти минут вы можете либо сильно заинтересовать инвестора или банкира, либо, наоборот, оттолкнуть. Вы постоянно пытаетесь продать идею своего проекта, и если с самого начала вам удастся тщательно проработать и как следует представить необходимые аргументы, сделка начнет продавать себя сама.

Многие потенциальные руководители выкупа компании не понимают, что первые несколько страниц бизнес-плана являются залогом возможного успеха предприятия и могут как привлечь внимание венчурного капита-

листа, так и оттолкнуть его, тем самым окончательно определив судьбу финансирования проекта. Постарайтесь подготовить бизнес-план как следует, и тогда, возможно, вы будете в состоянии посещать те же места, где проводит время Майкл Делл\*. Если же допустить ошибку, то бизнес-план можно будет пустить на растопку камина, а символы, присвоенные акциям вашей компании на бирже, никогда не появятся в Разделе III журнала *The Wall Street Journal*.

Мне приходится рассматривать сотни планов за год, и я всегда поражаюсь тому, какое множество ошибок совершают менеджеры. Представив плохой или не внушающий доверия (а порой даже неправдоподобный) бизнес-план, они могут разрушить свое собственное дело. У меня есть несколько правил, руководствуясь которыми при составлении бизнес-плана, можно добиться успеха. Не могу гарантировать, что, последовав им, вы попадете в новости CNN, однако уверен, что ваш план не угодит в корзину для мусора уже через пятьдесят секунд после его получения венчурным капиталистом. Вот эти правила.

1. *Бизнес-план должен быть компактным.* Венчурным капиталистам поступают сотни планов в неделю. Необходимо представить им компактный, хорошо сформулированный документ с четким описанием потенциальной стоимости компании. Даже если вам повезет, инвесторы могут потратить всего десять минут на то, чтобы понять, в чем особенность вашего плана. Их, конечно, может впечатлить доскональность, но совсем не обязательно большой объем. Чтобы внушить доверие или привлечь интерес, нет необходимости представлять бизнес-план на 100 страницах. Нужно просто убедительно представить наиболее важные вопросы. Если ваш план содержит более 40 страниц, значит, он чересчур подробный. Нужно хорошо потрудиться, чтобы составить простое резюме. Стью Джонсону из фирмы Icopixx потребовалось несколько месяцев на то, чтобы самостоятельно провести необходимые исследования рынка, встретиться с потенциальными клиентами и разведать имеющиеся возможности. Кроме того, немалую роль здесь сыграл его многолетний опыт работы в соответствующей отрасли. Чем больше времени вы потратите, обдумывая, как сделать описание максимально сжатым, тем лучше будет ваш план и тем легче будет представить его партнерам.

2. *Правила составления резюме проекта* вытекают из предыдущего правила. Не следует начинать бизнес-план с текста, описывающего Java-код вашего нового браузера и распечатанного с одинарным межстрочным интервалом. Начните с резюме проекта, разбив его по пунктам с заголовками. Может оказаться, что инвестор вообще прочитает только этот раздел вашего

---

\* Майкл Делл — основатель и владелец компании Dell Computers. — Прим. пер.

плана. В резюме следует представить краткий обзор всего проекта максимум на 1–2 страницах. Если страниц больше двух, это уже слишком много. Если не удастся полностью передать содержание проекта на двух страницах текста, разбитого по пунктам, то смысл идеи будет трудно понять. В резюме бизнес-плана необходимо указать причины, по которым инвесторам следует вкладывать свои средства именно в данный проект, представить информацию о возможностях рынка, а также показать, насколько команда менеджеров и фирма готовы воспользоваться соответствующими преимуществами. В резюме нужно подробно описать, каким образом в результате сделки может быть создана стоимость, а также как заработанные средства будут возвращены инвесторам, для чего необходимо представить понятную стратегию их выхода из проекта.

Такой подход позволяет представить потенциальным инвесторам практически все важнейшие данные, на основе которых они смогут оценить предложение и понять, насколько ценным оно является. Кроме того, подобный метод дает инвесторам возможность за минимальное время получить необходимую информацию, что имеет немаловажное значение, учитывая их загруженность. Инвесторы уже видели сотни планов и имеют хороший нюх на потенциально успешные либо неудачные предложения. Они знакомы с большинством факторов, указывающих на целесообразность проекта, и имеют представление о том, как выглядят убедительные аргументы. Резюме проекта — это, без преувеличений, именно то, что необходимо инвесторам, чтобы принять решение о дальнейшем рассмотрении предложения. Затем потребуется значительно больше. Но на данном этапе именно резюме призвано поймать инвестора «на крючок». Как и в других сферах нашей жизни, великие истины следует представлять в виде нескольких убедительных абзацев, а победителем становится тот, кто способен точно и сжато сформулировать свою идею.

3. *Проведите подготовительную работу.* Перед тем как написать хотя бы слово в вашем бизнес-плане, проведите обширное исследование. Нужно знать своих конкурентов и то, чем они занимаются. Необходимо иметь представление о размере и темпах роста рынков, на которые вы планируете выйти. Как будет показано в главе 6, всю соответствующую информацию можно найти в Интернете или получить у вашего инвестиционного банкира либо биржевого брокера.

---

## Образец резюме проекта компании Techway

В качестве примера рассмотрим, как управляющие компании Techway характеризуют свои возможности в следующем резюме проекта.

- *Цель.* Привлечь 50 млн. долл. для финансирования проекта выкупа фирмы Techway у материнской компании силами команды высших менеджеров.
- *Направление деятельности.* Услуги в области информационных технологий с ориентацией на государственный сектор.
- *Модель организации бизнеса.* Крупное федеральное правительственное агентство предоставляет контракты на условиях аутсорсинга\*, предусматривающие полный цикл создания крупных информационно-технологических систем.
- *Отличительные особенности компании Techway.* Крупные долгосрочные контракты с ведущими правительственными агентствами. Высококвалифицированные специалисты в области управления техническими системами с совокупным опытом работы в компании более сорока лет. Значительные возможности повышения маржи прибыли. Низкая текучесть кадров.
- *Обзор рынка.* Размер рынка оценивается в 40 млрд. долл., темпы роста составляют 14–15% в год.
- *Руководство.* Генеральный директор — Джо Блок, в прошлом — генеральный директор компании IBM; главный финансовый директор — Эд Блок, в прошлом — главный финансовый директор компаний Microsoft, Ford Motors и U.S. Steel.
- *Конкуренция.* Многочисленные сильные, обеспеченные финансовыми средствами конкуренты, включая IBM и подразделения Oracle, занимающиеся правительственными заказами в области информационных технологий.
- *Основные риски для данного бизнеса.* Риск сокращения выручки в связи с возможным снижением федеральных расходов. Чрезвычайно конкурентная среда с точки зрения найма и удержания ведущих специалистов в области информационных технологий.
- *Предполагаемая оценка стоимости.* На уровне 100 млн. долл., что соответствует 6,5-кратному значению показателя EBITDA за 1999 год (доход до уплаты процентов, налогов, начисления износа и амортизации).
- *Краткий финансовый прогноз.* Прогноз на два года:

|  | 2000 г. | 2001 г. | 2002 г. |
|--|---------|---------|---------|
| Выручка (млн. долл.)                   | 325     | 350     | 375     |
| Прибыль до уплаты налогов (млн. долл.) | 20,6    | 25,7    | 27,5    |

- *Прогнозируемая норма доходности собственного капитала.* На уровне 35% в год через 3–5 лет.

\* Аутсорсинг — привлечение внешних соисполнителей к выполнению контрактной работы, когда это выгодно. — *Прим. ред.*

- *Стратегия выхода из проекта.* Возможен путем первоначального публичного предложения (ИПО), рекапитализации или отраслевой (стратегической) продажи.
- *Рекомендации /Консультативный совет.* Эндрю Карнеги и Билл Гейтс.

## Образец резюме проекта Global Vacation Group

В качестве еще одного примера приведем анализ бизнес-плана Роджера Баллоу для группы Global Vacation Group (GVG). Его план предельно конкретизирован, и его можно представить в виде следующих пунктов.

- *Миссия.* Миссия компании — создать ведущее в США предприятие, предоставляющее услуги в области рекреационного туризма, обслуживающее турагентства и отдельных клиентов. Основная идея — приобрести пять ведущих туроператоров, действующих на оптовом рынке туристических услуг, с целью консолидации сегмента «пакетного» туристического бизнеса для людей с высокими доходами.
- *Команда менеджеров.* Зарекомендовавшие себя руководители высшего звена с совокупным опытом работы в отрасли более шестидесяти лет, включая специалистов, занимавших ведущие посты в компаниях American Express Travel-Related Services, Alamo Rent-A-Car и Holiday Inn.
- *Основные коммерческие доводы.* Чрезвычайно фрагментированный рынок, только 7% рынка представлено его крупнейшим участником. На рынке нет лидера, поэтому существует блестящая возможность для его консолидации и создания ведущего оптового поставщика туристических услуг в Соединенных Штатах. Очень хороший потенциал для роста. За последние десять лет наблюдается устойчивый рост с темпами 5–8% в год. Эта тенденция, вероятно, сохранится, или же темпы роста будут увеличиваться и дальше. Наличие более 200 туроператоров обеспечивает хороший диапазон выбора для потенциальных приобретений. Существуют возможности для покупки компаний посредством неконкурентных прямых инвестиций с целью формирования пакета приобретений, стоимость которого в 5–6 раз превысит величину EBITDA. Отмечаются значительные возможности для повышения эффективности в результате консолидации. Уже определено десять кандидатов для приобретения.
- *Капитал /Внутренняя норма доходности — ВНД (Internal Rate of Return — IRR).* Планируемый размер собственного капитала — 50 млн. долл. Прогнозируемая ВНД — как минимум 35% в год.
- *Конкуренты.* Ряд крупных конкурентов, в частности American Express, большое число небольших семейных фирм.
- *Выход из проекта.* Первоначальное публичное предложение или отраслевая (стратегическая) продажа.

При представлении проекта на более поздних этапах концепция GVG была еще более сокращена и формулировалась следующим образом: «Объединение опытной команды менеджеров и сильной финансирующей организации с целью создания экономической ценности за счет осуществления консолидации с использованием заемных средств — оптовых поставщиков туристических услуг и «пакетных» туроператоров в чрезвычайно фрагментированной отрасли рекреационного туризма, размер которой превышает 400 млрд долл.». Вот такой напор!

## Чего не следует говорить

Надежность — это все. При формулировке своих неопровержимых доводов даже не пытайтесь провести инвесторов. Во-первых, опытные инвесторы сразу разгадают ваши планы, если с важным видом вы начнете рассказывать им о том, как повысите темпы роста в два раза по сравнению с отраслью в целом, или будете хвастаться своими прошлыми успехами. Лучше привести убедительные аргументы. Во-вторых, будет еще хуже, если инвесторы попадутся на вашу удочку. В таком случае вы будете обязаны достичь упомянутых целей, а это невозможно. Старайтесь представлять правдивые прогнозы, поскольку вам придется сосуществовать с инвесторами в течение длительного времени. Подпортив свою репутацию однажды, вы никогда не сможете восстановить доверие к себе. Мне пришлось видеть слишком много бизнес-планов, которые подрывают доверие к их авторам уже на третьей странице и, в конечном счете, оказываются в корзине для мусора. Каждый день я читаю планы, в которых сделана одна из перечисленных ниже классических ошибок, подрывающих доверие к их авторам.

*«У нас мало конкурентов или они отсутствуют вообще».* Это просто смешно. Несмотря на то, что данное заявление призвано повысить привлекательность проекта, если вы включите его в бизнес-план, то можете добиться прямо противоположного результата. Читателю известно, что с конкуренцией — жестокой, настоящей конкуренцией — сталкиваются все. В США нет привлекательных секторов экономики, в которых конкуренция отсутствует. Подобное заявление означает, что менеджеры либо разыгрывают из себя дурачков, не признавая наличие соперников, либо считают, что читатель слишком глуп, чтобы получить более достоверную информацию. Конкуренция существует в каждом секторе экономики и часто угрожает из других секторов. Назовите своих конкурентов и признайте тот факт, что они существуют.

*«Мы хотим оценить компанию в 300 млн. долл. (тогда как она реально стоит 100 млн. долл.)».* Если, конечно, вы на самом деле не умеете превращать в золото все, к чему прикасаетесь, подобно царю Мидасу, то инвесторы

ни за что не «купятся» на подобное заявление, которое приведет лишь к тому, что ваш бизнес-план отправится в мусорное ведро. Будьте настойчивы, но оценивайте вещи реально. Какова стоимость вашего проекта? Как оцениваются компании, сопоставимые с вашей? Достаточно ли разница между стоимостью сопоставимых публичных компаний и той суммой, в которую вы оценили вашу фирму?

*«По нашим прогнозам, выручка компании на третий год реализации проекта достигнет 700 млн. долл. (по сравнению с 3 млн. долл. на сегодняшний день)».* Подобного рода финансовые «хоккейные клюшки» лишь отправляют вас на «штрафную площадку». Они попросту не внушают доверия. Приведите прогноз, который можно подтвердить реальными цифрами, а не астрономическими ожиданиями. Прогноз выручки может быть убедительным, если вы укажете, что общий размер рынка вашей продукции или услуги составляет 500 млн. долл., и вы планируете завоевать долю рынка, равную 4% (150 клиентов), а на третий год реализации проекта вы намерены добиться получения выручки в размере 20 млн. долл. В таком случае будет понятно, что ваши показатели не возникли из воздуха.

*«Мы планируем осуществление первоначального публичного предложения (IPO) на второй год. Руководить им будут Goldman Sachs и Morgan Stanley, а торжественный ужин состоится в ресторане Sparks Steakhouse».* Не стройте проект вокруг первоначального публичного предложения акций. Обоснование коммерческой целесообразности компании на основе IPO представляет собой один из факторов, которые могут очень плохо повлиять на формирование доверия к вам. IPO не является чудодейственным средством. Хотя, конечно, совсем неплохо иметь стратегию выхода инвесторов из проекта, рекламирование IPO до того, как вы хотя бы привлечете первоначальный капитал, абсолютно неуместно. Инвесторы от этого приходят в бешенство. IPO не должно стать вашей целью. Ваша задача — создать устойчивое в долгосрочной перспективе предприятие. Первоначальное публичное предложение является побочным результатом успешного развития, но не конечной целью. Потенциальные инвесторы знают о том, что у вас есть потенциал для проведения IPO, как составной части стратегии выхода инвесторов из проекта. Но этот пункт входит в «меню десертов», и вряд ли кто-нибудь захочет посетить ресторан, в котором не предлагают основное блюдо, вызывающее аппетит. Убедить инвесторов в том, что компания может добиться успехов, необходимо до того, как у них начнет «выделяться слюна» при мысли о возможном предложении акций в будущем.

В резюме бизнес-плана должна быть четко представлена стратегия. В первую очередь он должен показать инвесторам, по каким причинам следует заключить сделку, и не давать им поводов для ее отклонения.



## Другие элементы успешного плана

Вслед за резюме проекта следует привести информацию, необходимую для представления его инвесторам, — и не более того. Если вы включите в бизнес-план практически все, то потенциальные инвесторы не смогут определить наиболее важные моменты. Поэтому выберите из приведенного ниже списка составляющих плана то, что необходимо для вашего конкретного проекта. Каждый элемент должен быть связан с проектом в целом. Приведите свои аргументы по наиболее сложным вопросам и старайтесь быть предельно кратким.

### *Краткое описание компании*

В данном разделе необходимо привести более подробное описание компании и ее положения в отрасли. В этом разделе бизнес-плана компании GVG была представлена информация о том, чем занимаются «оптовые туроператоры», а также описано устройство компании. Далее были приведены дополнительные данные о структуре сделок платформенных приобретений.

### *Финансовые показатели и тенденции*

План должен включать в себя финансовые показатели деятельности компании как минимум за три прошедших года, а также прогнозы на три года вперед. Менеджеры Techway привели последние результаты деятельности по обновлению фирмы. Всего за два года они превратили операционные убытки (EBITDA) в размере 2,8 млн. долл. в прибыль, которая составила 14,8 млн. долл. Данное грандиозное улучшение в деятельности компании стало хорошим доказательством способностей управляющих и ключевым аспектом целесообразности сделки.

Для фирмы GVG финансовые показатели было представить достаточно сложно, поскольку ее сформировали в результате приобретения пяти компаний, тем не менее менеджеры привели эти данные отдельно по каждой из пяти компаний, вошедших в платформенное приобретение, а впоследствии и по объединенной компании в целом.

### *Темпы роста отрасли и тенденции их изменения*

В бизнес-плане необходимо рассмотреть общий потенциал отрасли. Следует описать совокупный размер рынка, размеры отдельных ниш, темпы роста по ним и по рынку в целом, а также прогноз темпов роста на будущее. Можно также представить информацию о структуре отрасли (например, число фирм-участников и их размеры). Анализ отрасли компании Techway был сосредоточен на растущем рынке правительственных заказов в области информационных технологий. В частности,

в нем было сказано о том, что правительственный рынок, оцениваемый в 40 млрд. долл., является одним из крупнейших в сфере информационных технологий по стране, а совокупные темпы роста составляют 14% в год. Данный рынок является частью общего рынка информационных технологий, размер которого составляет 325 млрд. долл. и который тоже развивается очень быстро (более 25% в год). Движущим фактором развития является рост правительственных агентств; признается тот факт, что даже для правительства информационно-технологические системы становятся основным инструментом обеспечения конкурентоспособности; имеют место замена оборудования, а также повсеместное развитие Интернета. Менеджеры Techway установили, что существуют потенциальные возможности для заключения контрактов с правительством на сумму 10 млрд. долл. и компания может на них претендовать. Это очень сильное заявление.

Решающую роль при составлении плана компании GVG, стратегия которой была направлена на консолидацию пакета приобретений, сыграло представление информации о том, что отрасль является фрагментированной и существует значительное число потенциальных целевых компаний для приобретения.

### *Стратегия*

В бизнес-плане также следует изложить основные принципы стратегии использования имеющихся в отрасли возможностей роста компании. Необходимо описать, какими преимуществами обладают новая или выкупаемая фирмы, чтобы воспользоваться этими возможностями. Например, сильные связи компании Techway с клиентами имели огромную ценность на рынке правительственных контрактов. Долгосрочные контракты позволяли удерживать клиентов, поэтому конкурентам было сложнее проникнуть на существующий рынок. В то же время Techway намеревалась использовать свои преимущества, связанные с правительственными контрактами, для выхода на новые коммерческие рынки.

Что касается компании GVG, то здесь акцент был сделан на опыт основателей в области индустрии туризма и на возможности для консолидации. В резюме проекта всегда включается краткая информация об основных руководителях компании, а в приложения к бизнес-плану включаются резюме менеджеров высшего звена.

В книге Майкла Портера «Конкурентная стратегия» (*Competitive Strategy*. New York: The Free Press, 1980) описано «пять движущих сил», представляющих собой хорошую схему для выявления потенциальных стратегических преимуществ. К ним относятся: сила клиента; поставщики; конкурентоспособные, активные фирмы-заменители; потенциальные конкуренты; кон-

курения среди действующих фирм. Кроме того, данные движущие силы помогают выявить факторы, представляющие угрозу для существующего преимущества фирмы.

### *Конкуренты*

Бизнес-план должен содержать подробный обзор существующих конкурентов, действующих в отрасли. Кроме того, необходимо рассмотреть потенциальных соперников, появления которых можно ожидать на рынке в будущем. Следует включить в план доходчивое описание конкурентов, указать их размеры, а также применяемые ими стратегии. Необходимо также предложить стратегию противодействия ожидаемым переменам в составе конкурентов. Менеджеры Techway указали, что конкуренция на рынке правительственных заказов в сфере информационно-технологические услуг чрезвычайно высока и их конкурентное предложение противостоит целому ряду других подрядчиков. Далее был приведен перечень основных конкурентов.

### *План выхода*

В бизнес-плане необходимо исследовать потенциал для выхода инвесторов из сделки. (Более подробно его варианты рассматриваются в главе 10.) План выхода инвесторов из компании Techway сводился либо к выходу на публичный рынок (на котором действовало большое число сходных по размерам публичных компаний), либо к (отраслевой) продаже компании более крупному покупателю (в данном секторе функционировал очень активный рынок слияний и приобретений), либо к рекапитализации компании для выплаты капитала акционерам. В случае компании GVG выход инвесторов предполагал (и, в конечном итоге, так и произошло) первоначальное публичное предложение, которое позволяло инвесторам вернуть часть своего капитала. Вслед за IPO можно было провести вторичное предложение акций или распределение публично торгуемых ценных бумаг. В бизнес-плане было указано, что, если открытое предложение невозможно или нежелательно, то весьма вероятно, что компания будет продана стратегическому покупателю. Управляющие укрепили достоверность этого заявления, отметив, что в компанию уже обращалось несколько стратегических покупателей.

### *Финансовый анализ и анализ доходности*

Помимо описания способа выхода инвесторов план должен также продемонстрировать оптимальность использования инвестированных средств. В нем должны быть намечены потенциальные доходы от сделки. С помощью модели анализа сделки, рассмотренной в главе 8, можно под-

готовить и представить инвесторам достоверный расчет доходов по вашей конкретной сделке.

Следует привести примеры базисного, наилучшего и наихудшего сценариев, при этом доходность собственного капитала нужно рассчитывать, принимая за основу разные периоды времени. Эта информация поможет инвесторам получить представление о том, что они смогут получить в результате заключения сделки. Модель, рассматриваемая в главе 8, позволила менеджерам Techway показать инвесторам, что их потенциальный доход может приносить 16–40% дохода на инвестированный капитал, при этом базисный сценарий предусматривает 32%. Такая доходность, естественно, попадает в диапазон 30–35%, к которому стремятся инвесторы. Для фирмы GVG был сделан прогноз на период выхода инвесторов из предприятия в течение 3–6 лет и указаны показатели внутренней нормы доходности и мультипликатор дохода для каждого из сценариев.

#### *Риски, связанные со сделкой*

Наконец, в бизнес-плане необходимо указать и проанализировать ряд ключевых рисков для фирмы и инвесторов. Риски компании Techway включают в себя, в частности, потерю правительственных контрактов (долгосрочные контракты способствуют смягчению риска), увольнение основных сотрудников (структура сделки учитывает такую возможность), появление в отрасли агрессивных коммерческих конкурентов, таких, как компания Oracle, или дальнейшее сокращение объемов государственного производства, ведущее к снижению потенциальных доходов. Для компании GVG риски были обусловлены проблемами, связанными с множественными платформенными приобретениями (у компании были письма о намерениях), интеграцией и реализацией синергий, способностью к осуществлению IPO и дополнительными приобретениями, концентрацией основного бизнеса на Гавайях, а также со снижением роли агентов бюро путешествий в связи с возможностью сокращения числа посредников за счет введения электронных систем. Кроме того, были учтены стандартные источники повышенной опасности, связанные с внешними факторами (например, забастовка авиадиспетчеров или военные действия), а также влияние экономических циклов. По каждому из рисков управляющие рассмотрели потенциальные проблемы и предложили стратегию их решения, а также указали сильные стороны фирмы, которые могут помочь избежать осложнений. В компании GVG был составлен перечень факторов, в том числе опытное руководство, приемлемые цены покупки, привлекательные экономические показатели по консолидации, а также стабильность гавайского рынка, которые ослабляют негативное воздействие и приводят к снижению многих рисков.

Как уже говорилось ранее, все инвесторы понимают, что любая сделка несет в себе определенный риск. Представив полное и исчерпывающее описание рисков, вы только укрепите доверие к себе.

#### *Литература о продукте*

Если в компании имеется литература о продукте, ее необходимо включить в приложения. Кроме того, в разделе краткого описания компании можно привести обобщенную информацию, содержащуюся в данных источниках.

#### *Профессиональные рекомендации*

В резюме или краткую характеристику компании (либо в оба раздела) необходимо включить описание профессионального опыта основных участников проекта. Резюме сотрудников, содержащие подробную актуальную информацию, представляются в приложениях. Поскольку руководство компании является важной составной частью предлагаемой вами сделки, эти резюме должны быть очень тщательно составлены и хорошо представлены.

## **Проявляйте настойчивость**

Независимо от того, насколько хорош бизнес-план, он не может продать себя самостоятельно. После того, как план с четким и сжатым описанием проекта разработан и представлен венчурному капиталисту, проявляйте настойчивость в определении его дальнейшей судьбы. Если вам не перезвонили, это не означает, что ответ инвесторов отрицательный. Поверьте, сами они не позвонят вам ни в первый, ни во второй раз. Помните: инвесторы завалены работой. Следует придерживаться следующих ожиданий:

- |           |  |
|-----------|--|
| Уровень А | Если венчурный капиталист или инвестор — ваша супруга, она <i>может</i> перезвонить вам с первого раза.  |
| Уровень В | Если венчурный капиталист — родственник со стороны супруги, он никогда не перезвонит вам.  |
| Уровень С | Если венчурный капиталист — жена вашего лучшего друга, она перезвонит после вашего четвертого звонка.  |
| Уровень D | Если вы познакомились с венчурным капиталистом на конференции и дали ей визитную карточку, она может перезвонить вам с седьмого раза.  |
| Уровень Е | Если вы наугад послали свой план инвестору, придется позвонить ему, по крайней мере, раз шесть, перед тем как секретарша подумает о том, чтобы перезвонить вам. Возможно, вам даже придется выслеживать ее в продуктовом магазине. |

Понятный и убедительный проект обеспечивает вам лучшие шансы на успех. Яркий план с компактным резюме способен заставить венчурного капиталиста поднять телефонную трубку и перезвонить вам, даже если вы направили его наугад и без предупреждения. Однако рассчитывать на это не стоит. Некоторые инвесторы предпочитают видеть, что менеджеры стремятся хоть в какой-то степени реализовать проект. Им известно, что нужно приложить немало усилий, чтобы воплотить свою идею в жизнь, поэтому уже на первых этапах общения неплохо бы продемонстрировать им те черты характера, которые могут оказаться полезными. Конечно, позвонив в седьмой раз, вероятно, вам придется окончательно понять намек и отказаться от дальнейших попыток. Настойчивость не должна вызывать раздражения, и тогда, возможно, у вас появится новая, лучшая идея, которую в один прекрасный день эти инвесторы поддержат.

## ГЛАВА 6

---

### Сделка с продавцом

*На каждом рынке есть два дурака:  
один просит слишком много, другой — слишком мало.*

Русская поговорка

*Среди покупателей больше дураков, чем среди продавцов.*

Французская поговорка

Работая одним из руководителей высшего звена в компании Bell Atlantic, Стью Джонсон в течение нескольких лет создавал подразделение, занимавшееся вопросами сетевой интеграции. Когда же он захотел выкупить это подразделение и нашел инвестора, то обнаружил, что Bell Atlantic не заинтересована в его продаже, поскольку оно приобрело для нее стратегическую ценность. «Они не могли выставить на продажу то, что составляло основу их стратегии в области данных, — вспоминает Джонсон. — Это было своеобразной ловушкой. Пока есть возможность продолжать изучать вопрос, нет необходимости принимать решение, за которое придется отвечать». Через пять месяцев Джонсон уволился.

У него не было продавца, готового расстаться с компанией, и он поступил мудро, «отключив питание сделки», вместо того чтобы продолжать впустую тратить на нее силы и средства. Продавец, готовый продать компанию, — это, пожалуй, первое условие удачной операции. Покупателю в этом случае необходимо предложить справедливую цену, найти подход к владельцу и определить структуру сделки. В данной главе рассматриваются способы определения структуры сделки с продавцом, включая ведение переговоров с владельцами или руководителями выс-

шего звена, методы, позволяющие избежать участия в аукционах, а также оценку компании.

## Как избежать участия в аукционах

Проблема аукционов состоит в том, что тот, кто их проводит (обычно это инвестиционный банк), знает, как выжать из участников все до последнего доллара. Даже если в ходе аукциона вы сохраняете спокойствие, весьма вероятно, что по крайней мере один из участников одержим сделкой. Достаточно одного эмоционального покупателя, чтобы превратить продажу в безумие. Так что торги, как правило — процесс болезненный.

Если вам предстоит принять участие в аукционе, четко определите, какую максимальную цену вы готовы предложить, и сохраняйте свои позиции, пока это имеет смысл. Дисциплинированность имеет огромное значение. Не поддавайтесь эмоциям в отношении сделки. В противном случае ситуация возьмет над вами верх, и вам придется заплатить завышенную цену. Тщательно изучите финансовые показатели (речь об этом пойдет в главе 8), чтобы понимать, в какой момент следует остановиться. Не позволяйте эмоциям охватить вас, и всегда будьте готовы отказаться от сделки. *Другие возможности еще представятся.*

Как же избежать участия в аукционах? Для этого существует целый ряд стратегий.

*Найдите свое отличительное преимущество.* Определите какое-нибудь особое присущее вам преимущество. Если вы — стратегический покупатель, то выиграет ли компания больше, если сделка будет заключена с вами, а не с финансовыми инвесторами, поскольку у вас есть исключительные возможности для того, чтобы создать фирму или снизить затраты в счете прибылей и убытков? Как сказано в главе 4, менеджеры, выкупающие свою собственную фирму, предлагают продавцам ряд преимуществ по сравнению с внешними кандидатами, в частности, быстроту проведения процедуры «дью дилидженс» и сохранение конфиденциальности.

*Предлагайте справедливую цену.* Еще один способ избежать участия в аукционе — на раннем этапе предложить хорошую цену, основанную на тщательном изучении всех аспектов сделки. Вы можете склоняться к занижению суммы своего предложения, чтобы получить компанию по небольшой цене. Такое искушение есть всегда, но, поддаваясь ему, редко кто добивается успеха. В конкурентной среде сделок не так много дешевых предложений. Заниженная цена может подорвать доверие к вам и подтолкнуть продавца к проведению торгов. Если предлагаемая вами цена разумна и достаточно высока и вы можете уговорить продавца заключить сделку на таких условиях, то у него не останется стимулов к тому, чтобы тратить



время и силы на поиск чего-то другого, если, конечно, он не убежден в том, что есть какой-нибудь простофиля, готовый заплатить еще больше.

*Старайтесь оказаться первым.* Как было сказано в главе 4, в поисках потенциальных сделок можно посещать коммерческие выставки и общаться с инсайдерами отрасли. Читайте публикации по отрасли и обращайтесь за советом к людям, работающим в ней. Ищите компании, которые соответствуют вашему профилю, и добивайтесь сделок именно с ними. Существует большое количество источников, позволяющих найти компании для потенциальной покупки. Владельцы некоторых из них могут даже и не иметь намерений продавать свою компанию до тех пор, пока вы не сделаете соответствующее предложение. Это дает вам огромное преимущество, позволяющее оказаться первым. Если вы сможете обойти толпу других покупателей, вам удастся избежать торгов.

## Определение справедливой цены

Определение справедливой цены за компанию — задача непростая. Было бы неплохо получить ответ с помощью математических формул, но одной математикой здесь не обойтись. Оценка стоимости компании, по сути дела, частично является наукой, а частично — искусством. Научная часть сводится к тому, чтобы определить, сколько стоят сходные компании, каково направление развития отрасли, а также на какие мультипликаторы (коэффициенты) может претендовать компания подобного размера и формы при определении цены на акции. Искусство заключается в том, чтобы затем откорректировать математический результат с учетом конкретных характеристик реальной фирмы.

О научной части хорошо известно. Существует множество хороших книг по оценке компаний, которые могут помочь вам сформировать свою методику. Во многих из них предлагаются сложные методы оценки, которые не очень применимы на практике. Если вы — крупный специалист по финансам, то максимально усложненная и точная оценка может стать вашим преимуществом. Очень подробный анализ также может оказаться весьма полезным. Если вам нравится заниматься высшей математикой, то очевидно, что количество этапов, которые вы можете преодолеть, чтобы рассчитать стоимость фирмы, неограничено. Но если вы заинтересованы в заключении сделки, то достаточно простой анализ очень часто позволяет получить данные, дающие неплохую приблизительную оценку стоимости компании. Как и во многих других сферах жизни, лучший подход отличается простотой. В большинстве случаев это все, что нужно, однако требуется немного сноровки, чтобы получить информацию, достаточную для определения цены.

## Наука, связанная с оценкой стоимости компании

Подобно тому, как на рынке автомобилей вы сравниваете цены разных продавцов, существует и «рынок компаний», который определяет общую оценку стоимости. В большинстве случаев это публичный рынок акций. Данные рынки задают направление движения науки, связанной с оценкой стоимости корпораций по всему миру, и именно они формируют ваши взгляды в отношении оценки фирмы.

Научная часть оценки стоимости компании основана на том, чтобы получить результаты исследований, в которых изучаются тенденции развития сопоставимых компаний и отрасли в целом. Фирмы, принадлежащие к какой-либо отрасли, обычно продают свои акции на публичных рынках в соответствии с определенными оценками, и многие из них в рамках конкретных секторов экономики, как правило, имеют сходные характеристики. Некоторые компании выбиваются из общей массы в связи с очень низкой эффективностью. В таких случаях мультипликаторы значительно ниже. Коэффициенты, применяемые другими фирмами, наоборот, намного выше, чем у большинства, как правило, благодаря очень быстрым темпам роста или значительно более высокой эффективности. Очень важно рассмотреть систему показателей фирм, действующих в отрасли, и определить, какие мультипликаторы важны.

Обычно наиболее внимательно изучается мультипликатор, представляющий собой отношение общей оценки стоимости предприятия (т. е. стоимости собственного капитала плюс заемные средства, по которым начисляются проценты) к самому последнему показателю годового дохода компании до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации (мультипликатор EBITDA). Мультипликатор EBITDA представляет собой оценку денежного потока до уплаты налогов и затрат на поддержание основного капитала. Он дает оценку денежного потока компании до капитальных расходов на оборудование, инженерные системы, а также здания и сооружения, необходимые для поддержания позиций предприятия на рынке. Коммерческие и инвестиционные банки, а также исследователи журнала *Wall Street Journal* ориентируются главным образом на этот показатель.

Однако, помимо EBITDA, важно ознакомиться и с мультипликатором EBIT (т. е. доход до выплаты процентов и налогов, но после выплаты амортизации). С точки зрения покупателя, решающее значение имеет также денежный поток после капитальных затрат на содержание основного капитала фирмы (EBIT обычно рассматривается как заменитель этого показателя). Другие мультипликаторы — выручки и чистого дохода — полезны, но используются обычно в дополнение к предыдущим. Как правило, вам нужны динамика изменения показателей EBITDA и EBIT за последние 24 месяца, а также прогнозные показатели на 12–24 месяца

вперед. Основной мультипликатор EBITDA, используемый для оценки стоимости компании, основан на отслеживании этого параметра, реально полученного компанией за 12 месяцев. Продавцы часто пытаются склонить покупателей к тому, чтобы заплатить за компанию сумму, рассчитанную на основе прогнозируемого показателя EBITDA, однако в действительности значение имеет только EBITDA за прошедший период. Если вы обнаружите, что все компании в данном секторе продают акции по цене семь или восемь EBITDA либо девять или десять EBIT, именно в этих пределах вам, вероятно, и придется заплатить за интересующую вас фирму, если, конечно, нет никаких смягчающих обстоятельств. Каким будет значение цены в пределах данного диапазона, зависит от «искусства оценки», о котором пойдет речь далее.

Менеджеры компании Techway установили, например, что ее мультипликаторы, сопоставимые со средними по отрасли, в 6–8 раз превышали EBITDA. Это означает, что оценочная стоимость компании, EBITDA которой составляет 17,1 млн. долл., составит от 103 до 137 млн. долл. Поэтому первоначальное предложение менеджеров в размере 100 млн. долл. попало в необходимый диапазон, ближе к нижнему пределу.

#### *Проведите подготовительную работу*

Где можно найти указанные показатели по отрасли? Как правило, любой менеджер, имеющий сколько-нибудь приличного биржевого брокера, может достаточно легко получить доступ к соответствующим аналитическим данным по отрасли. При наличии Интернета эта информация находится буквально под рукой. Имея доступ к Всемирной Сети, получить информацию, необходимую для оценки показателей по отрасли, может каждый.

В большинстве инвестиционных банков созданы сильные аналитические отделы, в которых целый ряд специалистов занимается глубоким анализом данных по конкретным отраслям. Данные аналитики являются «рок-звездами инвестиционного мира», зарабатывая миллионы долларов в год. За ними охотятся другие банки, предлагающие многомиллионные премии при устройстве на работу. Их совет может буквально вывести на рынок миллиарды долларов. Они непосредственно связаны с отраслью, давая рекомендации, стоит ли покупать, иметь или продавать акции в соответствующей области. Институциональные инвесторы ведут операции с ценными бумагами, опираясь на эти рекомендации (для инвестиционных банков это означает получение комиссионных за ведение операций с ценными бумагами, инвестиционно-банковские услуги, а также услуги по слияниям и приобретениям). Если вы решили превратить свою фирму в области программного обеспечения в публичную компанию, то необходимо

обратиться к ведущим аналитикам в отрасли программного обеспечения с просьбой подготовить исследование по вашей компании. Для этого следует заключить соглашение с фирмой, в которой работает нужный аналитик, на предоставление инвестиционно-банковских услуг.

Однако на данном этапе больше всего вам требуются отчеты, составляемые данными аналитиками. В них содержится все, что нужно знать об интересующих вас секторах отрасли. Отчеты аналитиков дадут вам информацию о тенденциях, существующих в отрасли, обзор фирм-конкурентов, а также представление о том, как подобные компании оценивает *Wall Street Journal*.

Более того, поскольку инвесторы очень уважают указанных аналитиков, то, сославшись на них при встрече с фирмами по выкупу компаний и банками, вы сможете значительно повысить доверие к себе. Когда какой-нибудь инвестиционный банкир сделает снисходительное, поверхностное замечание относительно отрасли по разработке программного обеспечения, вы можете вернуться к нему и сказать: «Да, но видели ли вы последний отчет Рика Шерлунда, в котором говорится, что..?». (Шерлунд, ведущий специалист по отрасли, связанной с разработкой программного обеспечения, работает в фирме Goldman Sachs. Это человек, у которого нет времени на то, чтобы ответить на звонок Билла Клинтона, поскольку он слишком много времени тратит на разговоры с Биллом Гейтсом.) Инвестиционный банкир побледнеет, заерзает на стуле и ответит: «Ммм, кажется, я видел... и что он думает?» С этого момента банкир начнет относиться к вам с вновь обретенным уважением.

Как же получить эту ценную информацию? Это действительно просто. Начните просматривать годовой выпуск журнала *Institutional Investor*, содержащий аналитические отчеты «звезд». (Если у вас уже есть подписка на этот журнал, значит вы на двадцать шагов впереди меня, и стоит побеспокоиться за вашу личную жизнь.) В этом бюллетене представлен список ведущих аналитиков по отраслям. Просмотрите его, выберите лучших специалистов в вашей области и узнайте, где они работают.

Следующая задача — получить отчеты нужного специалиста. Они имеют настолько большую ценность для инвестиционных банков, что нельзя просто наудачу позвонить в Goldman Sachs и попросить переслать вам отчет по почте. Начните со своего биржевого брокера. Брокеры часто могут предоставить вам результаты исследований, проведенных их собственной фирмой или другими компаниями. Если повезет, у брокера могут оказаться как раз те отчеты, которые вы ищете. Если вы знаете кого-либо, кто имеет доступ к службе Bloomberg, то зачастую отчет можно найти там. Просто продолжайте активные действия, пока не получите то, что вам нужно. Это значительно улучшит ваше представление об

отрасли, а также укрепит стратегию и доверие к вам при представлении ваших идей.

В то время как для получения отчетов более впечатляющих аналитиков может потребоваться немного ловкости, для того, чтобы найти данные о мультипликаторах и других показателях, не потребуется почти ничего. Всю эту информацию можно найти в Интернете. На многих сайтах по инвестициям представлены аналитические данные и показатели по отраслям. За считанные минуты вы можете получить достаточно хорошее представление о том, какие компании продаются в интересующем вас секторе экономики.

Работая над тем, чтобы получить необходимые данные, следует учитывать ряд моментов. Во-первых, обратите внимание на дату исследования. Отчет *Wall Street Journal* более чем годичной давности, вероятно, не представляет особой ценности, особенно учитывая стремительные темпы изменений в экономике. Во-вторых, как правило, существуют три различные формы исследований: макрообследования общих тенденций в экономике, отчеты по конкретным компаниям и анализ состояния отрасли. Аналитические исследования на макроуровне в большинстве случаев описывают тенденции развития экономики или экономическую политику, их интересно читать, однако для оценки стоимости компании или анализа конкуренции они мало чем могут помочь. Отчеты по конкретным компаниям могут быть достаточно полезными, и следует искать материалы с результатами анализа самых крупных или самых непосредственных конкурентов вашей потенциальной компании. Эти отчеты не только информируют вас о состоянии конкуренции, в условиях которой вам предстоит осуществить свой проект, но также могут содержать показатели и вопросы, которые являются предметом повышенного интереса со стороны возможных инвесторов в вашу сделку.

Самыми полезными являются отчеты о состоянии отраслей, в которых оцениваются основные тенденции в конкретном секторе экономики, таких, как интернет-услуги или корпоративное обучение, а также проводится анализ преобладающих темпов роста, маржи прибыли и мультипликаторов оценки компаний для всех основных конкурентов данного сектора. Большинство аналитиков один или два раза в год представляет обширные обзоры состояния конкуренции, и когда вы будете звонить своим друзьям или искать информацию в Интернете, ищите именно отчеты по конкуренции в отрасли, даже если они были подготовлены полгода или девять месяцев назад. Поскольку данные отчеты имеют большую ценность, следует очень тщательно изучить и сохранить в памяти ключевые показатели по отрасли, чтобы на встречах с банкирами можно было сразить их своими познаниями.

Кстати, обойтись без проведения исследований такого уровня просто нельзя. Данные изыскания, финансовые показатели и анализ состояния конкуренции вместе составляют основу оценки стоимости компании и представляют собой ключ к тому, чтобы продемонстрировать вашим финансовым партнерам, что на ваши действия можно положиться. Вы должны провести подготовительную работу, причем сделать это как следует.

### *Предварительная оценка*

Как уже было сказано, совсем не обязательно, чтобы оценка стоимости компании основывалась на сложных принципах. Хочу поделиться с вами несколькими общими представлениями. Во-первых, в бурные времена для рынка выкупов компаний — в 1999 и 2000 гг. — средний мультипликатор покупной цены всех заключенных сделок по выкупам составлял приблизительно 7,5 EBITDA. Данный показатель является полезным, хотя и не идеальным эталоном для сравнения. Поскольку данное значение является средним, оно отражает данные по сделкам, заключенным при 10–11-кратном значении EBITDA, которое преобладает, к примеру, в отраслях радиосвязи и средств массовой информации, достигающих столь значительных высот в связи с характерными для них темпами роста, а также потому, что бизнес в этой сфере в целом является чрезвычайно устойчивым и предсказуемым. Чем более предсказуемыми (а значит, менее подверженными риску) являются денежные потоки, тем более высокую цену можно заплатить. Так что разумной контрольной цифрой для обычного предприятия, подверженного традиционным рискам, является величина, 6–7-кратная EBITDA.

Это имеет смысл только умозрительно. Подумаем о нормах доходности и риске. Казначейские облигации США считаются наименее рискованными среди всех прочих активов и на сегодняшний день обеспечивают в значительной степени гарантированную норму доходности в размере около 5% в год. Облигация на 1000 долл. приносит 50 долл. в год. Чтобы купить такую облигацию, вы платите в 20 раз больше денежного потока в 50 долл. Таков мультипликатор денежных потоков. Теперь подумаем о рисках, связанных с покупкой живой, дышащей, действующей компании. Клиенты приходят и уходят. Отрасль переживает потрясения, люди тоже приходят и уходят. Это нормальная ситуация, связанная с риском, и ваш доход от покупки должен его отражать.

Одно время в бизнесе, связанном с выкупом компаний, существовало эмпирическое правило, заключавшееся в том, что цена компании не должна превышать 6-кратной величины EBIT. Это правило давно нарушено в современных условиях жесткой конкуренции, однако оно имело смысл. Если норма доходности без учета риска составляет 5% или равна 20-кратной

величине денежного потока, то имеет смысл заплатить 6-кратную величину денежного потока за более рискованный актив, поскольку косвенно он помогает получить доход в размере 16,7% в год без привлечения заемных средств.

Если теперь применить к сделке коэффициент отношения собственного капитала компании к заемным средствам в размере 50%, или 50%-ный левередж (то есть потребность в собственном капитале снизится на 50%), то вы увидите, что доходность собственного капитала в будущем составит 30% в год. Как видим, эти показатели работают и чувствительны к изменениям соотношения риск /награда\*. Внутренняя норма доходности в случае привлечения заемных средств, на которую ориентируется большинство фондов по выкупу компаний, составляет 30–35%. Вам тоже следует придерживаться этого показателя. Показатель 30% имеет смысл, поскольку в случае финансирования только за счет собственных средств норма доходности составит 16,7%, что отражает скрытый предпринимательский риск, присущий действующей компании. Теперь учтем те существенные долговые обязательства, создающие значительные финансовый и балансовый риски, и мы окажемся в ситуации, когда риск необходимо компенсировать более высокой нормой доходности, — для того, чтобы привлечь инвестиции. Это приводит к увеличению данного показателя с 16,7% до 30–35%, в зависимости от общего уровня риска.

Вот почему за большинство бизнесов, как правило, не имеет смысла платить 10-кратную величину EBIT (исключения из этого правила составляют очень предсказуемые и развивающиеся быстрыми темпами предприятия, которые могут оправдать более высокие мультипликаторы). В этом случае доходность собственного капитала без привлечения заемных средств составит 10%, а этого, на мой взгляд, недостаточно, чтобы учесть риск покупки и управления действующей компанией. Помните, что можно купить много корпоративных облигаций стабильных компаний, которые приносят около 10% годовых, и с ними сопряжено значительно меньше риска, чем с денежным потоком действующей компании.

## Искусство оценки

Проведя исследование, вы соберете целый ряд мультипликаторов, применяемых для сопоставимых фирм. У вас сложится общее представление, однако теперь необходимо обрисовать реальные черты целевой компании. В этот момент в игру вступает искусство оценки. Разобравшись с математикой, нужно обратить внимание на важные факторы нефинансового характера,

---

\* Риск /награда (risk/award) — отношение уровня риска к доходам, или награда за риск: как получить наибольший доход при наименьшем риске. — *Прим. ред.*

чтобы определить место в пределах (или за пределами) диапазона мультипликатора, которое подходит вам. Подкорректировать значение этого показателя можно с учетом следующих факторов.

*Маржа прибыли до уплаты налогов.* Если маржа прибыли компании ниже, чем в среднем по отрасли, то вам следует уменьшить мультипликатор, а если выше, то может потребоваться надбавка.

*Темпы роста.* Если темпы роста всех компаний составляют 12%, а для данной компании этот показатель равен 20%, то нужно применить более высокий мультипликатор. Необходимо убедиться в том, что темпы роста не завышены искусственно (например, в результате проводимых компанией специальных программ по развитию продаж) и что рост устойчивый. Если соответствующий показатель прошел такую проверку, то за компанию следует требовать более высокую цену.

*Прогнозы на будущее.* Если в будущем компании предстоит пережить значительные события, например заключение крупного контракта, то вы можете увеличить мультипликатор. Компания Software AG на момент сделки оценивалась в размере 8,5 EBITDA (за прошлый период), что превышало норму по отрасли. Однако перспектива снижения издержек и ожидаемый подъем продаж означали, что на основе прогнозных данных наша стоимость на практике составила бы 5 EBITDA, то есть слишком мало. Хотя не следует слишком уж увлекаться картиной блестящего состояния дел фирмы, которую продавец может нарисовать, но если существуют хорошие основания ожидать значительного роста в будущем, то это может стать основанием для предложения более высокой цены.

*Диверсификация клиентской базы.* Если половина бизнеса компании построена на отношениях с одним доминирующим клиентом, это увеличивает риск и снижает оценку стоимости.

*Масштаб.* Если компания приносит выручку в размере 200 млн. долл. или выше, то следует быть готовым заплатить цену, рассчитанную на основе мультипликаторов, действующих на публичном рынке. Если же доходы фирмы составляют 20 млн. долл., то мультипликатор для определения стоимости компании при покупке должен быть на 15–30% ниже, чем мультипликаторы, действующие на рынке публичных компаний, учитывая меньшие масштабы предприятия (и, следовательно, больший риск, которому подвержена компания). В фирмах меньшего размера такие факторы, как качество управления, средства производства, связи с клиентами, а также сила влияния, как правило, находятся на более низком уровне, чем у более крупных компаний.

*Контроль.* Продавцы частных фирм часто утверждают, что покупатели должны уплатить им «премию за контроль», поскольку покупатель скорее получает возможность оперативного контроля за деятельностью компании,



чем инвестирует в нее. Поэтому продавцы настаивают на том, чтобы покупатели платили больше. Тем не менее этому обычно противостоит тот факт, что инвестиции (в отличие от доли в публичной фирме) представляют собой неликвидный актив. Указанный аргумент может быть обманчивым и иногда в состоянии вызвать небольшое изменение мультипликатора, но конкуренция на современных рынках выкупов компаний столь высока, что мультипликаторы в большинстве случаев очень близки к действующим на публичном рынке.

*История.* Как уже отмечалось выше, необходимо изучить показатели темпов роста и прибыли за несколько лет, чтобы убедиться, что они — не просто результат «ловкости рук». Не следует рассчитывать стоимость компании на основе самого высокого показателя прибыли. Если на протяжении ряда лет прибыль компании составляла 6%, а за год, предшествующий продаже, подскочила до 10%, то отнеситесь к этому с достаточной долей скептицизма. Вам повезет больше, если оценка стоимости компании будет основываться на цифре 6%.

*Мотивация продавца.* Мотивация продавцов также оказывает влияние на цену. Действительно ли они очень сильно хотят продать свою компанию? Не желают ли они посредством сделки добиться чего-то особенного? Предложение фирмы SAGA основывалось на понимании того, что компании необходимо расплатиться с банками, а не на тщательном анализе мультипликаторов в отрасли программного обеспечения. Менеджеры, работающие в самой компании, обладают преимуществом, поскольку им лучше известно о мотивах продавца и состоянии дел в фирме. «Искусство» корректировки цены становится еще более тонким, поскольку основывается на детальном понимании особенностей компании.

*Соперники при участии в аукционах.* Психология конкурирующих покупателей также играет роль при определении стоимости бизнеса. Одна группа менеджеров, противостоящая внешнему покупателю в ходе проведения аукциона по покупке их фирмы, с удивлением обнаружила, насколько высокую надбавку к цене готова была предложить внешняя конкурирующая сторона. Это было просто непостижимо. Оказалось, что гендиректор этой компании в прошлом потерпел неудачу при заключении другой сделки, поэтому решил, что эту он должен получить несмотря ни на что. Противостоять в ходе торгов конкуренту, мотивированному таким образом, не имеет смысла.

Все эти, а также другие факторы, которые могут быть свойственны исключительно вашей конкретной сделке, используются для того, чтобы откорректировать стоимость фирмы. Каков размер поправки по каждому из них? Чтобы ответить на этот вопрос, и необходимо подключить «искусство оценки». Кроме того, некоторые из указанных факторов

взаимодействуют между собой. Компания, имеющая одного доминирующего клиента, может также иметь более низкую маржу прибыли в связи с этим клиентом, а оба этих фактора обуславливают снижение стоимости компании по сравнению с действующими на рынке мультипликаторами. Нужно просто методично выявить указанные особенности, получить данные о разбросе цен за сопоставимые компании, а затем, соответственно, откорректировать результаты вашей первоначальной «научной» оценки.

В результате осуществления указанной процедуры вы получите скорее диапазон цен, чем точную цифру. На начальном этапе необходимо принять решение о том, какое значение цены является для вас максимальным. Достигнув его, нужно будет найти в себе силы, чтобы отступить.

*Почему не следует использовать мультипликаторы «цена /прибыль»?*

Мультипликатор «цена /прибыль», информацию о котором можно услышать в новостях, представляет собой отношение цены акции компании к ее чистому доходу на акцию. Он также равен оценке общей стоимости собственного капитала компании, деленной на чистый доход. Анализируя стоимость фирмы, инвесторы в сделки по выкупу компании обязательно рассматривают показатель чистого дохода, но часто он не является определяющим мультипликатором, поскольку чистый доход, приведенный в отчете о прибылях и убытках, не равен денежному потоку. Показатель чистого дохода получают *после* осуществления безналичных отчислений на такие статьи, как износ и амортизация, а также налоги. Эти показатели могут быть различными в каждой компании и большой пользы не приносят, так как в значительной степени подвержены влиянию со стороны приобретений, сделанных в прошлом, или амортизации, не имеющей отношения к делу. Кроме того, ставки налогообложения различны для всех компаний. Реальное значение имеет денежный поток. Для того чтобы расплатиться, вам нужна наличность, а не чистый доход. Именно поэтому для оценки своих компаний покупатели используют показатель EBITDA минус средние капитальные затраты. Как всегда, главную роль играет денежный поток.

## **Бухгалтерский баланс также имеет значение**

В большинстве случаев анализ, направленный на оценку компании, совершенно справедливо ориентируется на отчет о прибылях и убытках. Это правильно, но не следует забывать о том, что необходимо тщательно оценить бухгалтерский баланс целевой фирмы. Во-первых, не ограничивайтесь самым последним балансом. Как и в случае с отчетом о доходах, просмотрите данные за три последних года. Проанализируйте основные счета оборотного капитала и посмотрите, как они изменялись. Увеличились

или уменьшились сроки дебиторской задолженности, не погашенной в установленное договорами время? Если сроки непогашенной дебиторской задолженности со временем становятся намного больше, то может возникнуть проблема получения средств. Если за последние месяцы они значительно сократились, то, возможно, продавец ускорил процесс получения дебиторской задолженности в преддверии продажи, и у вас может возникнуть разрыв в финансировании, который необходимо будет чем-то заполнять.

Анализ подобного рода имеет решающее значение также и в отношении товарно-материальных запасов и кредиторской задолженности. Увеличился или уменьшился в последнее время период реализации запасов? Если он стал намного больше, то, возможно, имеется значительное количество старых запасов, которые вам нужно будет употребить. Если он сильно уменьшился, значит, вероятно, продавец сокращает запасы с целью получения наличности. То же самое касается и кредиторской задолженности. Если она растянута по срокам, то вы можете столкнуться с разгневанными поставщиками и финансовым разрывом, который нужно будет устранять. Если сроки кредиторской задолженности невелики, то, вероятно, у вас есть шанс получить дополнительные денежные средства за счет их увеличения.

Внимательно проанализируйте эти показатели. Если на протяжении определенного отрезка времени показатели непротиворечивы, значит, скорее всего, дела фирмы находятся в приличном состоянии. Если же они скачут то вверх, то вниз, вам придется кое-что проанализировать и ответить на кое-какие вопросы. Опять же, поищите по отрасли сопоставимые компании, узнайте, какая у них оборачиваемость запасов, а также сроки дебиторской и кредиторской задолженности. Если вы обнаружите, что компания испытывает дефицит оборотного капитала, значит нужно снизить покупную цену. При управлении бухгалтерским балансом всегда существуют как возможности, так и риски, но по своему опыту могу сказать, что рисков, как правило, больше, чем возможностей.

По тем же причинам остерегайтесь наличия дефицита капитальных инвестиций выставленной на продажу компании. Для продавца так же естественно попытаться оптимизировать денежные средства, представленные в балансе, до того, как компания будет продана, как и небольшие капитальные затраты в оборудование непосредственно накануне продажи. К сожалению, это немного напоминает ситуацию продажи автомобиля. Никто не будет ставить новую стереосистему перед тем, как продать автомобиль. Так что будьте осторожны и проведите тщательную проверку, чтобы убедиться в том, что в настоящее время уровень капитальных затрат соответствует его значениям в прошлом. Если это не так,

то, вероятно, вам придется провести ряд дополнительных исследований, чтобы двигаться дальше.

Следующим важным элементом бухгалтерского баланса являются непогашенные долговые обязательства. При покупке компании вы покупаете ее баланс. Следует понимать, что баланс покупаемой компании содержит определенные счета оборотного капитала, о которых шла речь выше. Для любого предприятия существует естественный уровень оборотного капитала, и это одна из составных частей вашей покупки. На балансе компании, которую вы хотите купить, может также оказаться определенная текущая задолженность перед банками. Ничего страшного в этом нет, но этот факт, конечно же, оказывает влияние на стоимость компании. Помните простую старую формулу:

$$\begin{aligned} &\text{Общая стоимость предприятия} = \\ &\text{Стоимость собственного капитала} + \text{Стоимость долга} \end{aligned}$$

Поэтому, если посмотреть на компанию Techway и оценить стоимость предприятия в 100 млн. долл., то окажется, что продавцы получают 100 млн. долл. только в том случае, когда у компании нет долгов. Если же имеется задолженность перед банками в размере 20 млн. долл., то вы заплатите продавцам 80 млн. долл. за собственный капитал. Все это очень просто, однако нужно обсудить баланс с продавцом заранее, чтобы убедиться, что ваши оценки совпадают. Вы можете оценить компанию в 10 млн. долл., а продавцы могут сказать, что они и хотят за нее 10 млн. долл., и вы можете подумать: «Ага, мы готовы заключить эту сделку». Но продавцы «забыли» упомянуть о том, что они должны банкам 5 млн. долл. Позднее они скажут, что думали, что вы предполагаете наличие задолженности перед банками. Говоря о 10 млн. долл., они подразумевали стоимость «собственного капитала», и оказывается, что ваши оценки не совпадали, так как вы думали о 10 млн. долл. за все, а они — о 15 млн. долл. за заемные средства и собственный капитал. И снова, перед тем как тратить много времени на проект, постарайтесь получить всю информацию как можно раньше и убедитесь, что все участники говорят на одном языке.

Анализ бухгалтерского баланса — сложная задача, поэтому наличие хорошего финансового специалиста в вашей команде себя окупит. Можно также столкнуться с такой проблемой, как подверженность баланса сезонности. Потребности в оборотном капитале многих компаний являются сезонными (например, компания, занимающаяся плавательными бассейнами, или флористы), поэтому важно учитывать подобные колебания. В целом при принятии решения о покупке следует исходить из *среднего* размера оборотного капитала и заемных средств за 12 месяцев. Хорошо, если вы можете купить предприятие, баланс которого имеет свое максимальное

значение. Однако остерегайтесь совершать покупку в «спокойные» месяцы, поскольку вам нужно будет найти способы финансирования для увеличения размера балансовых счетов в пиковые сезоны.

Наконец, есть еще более сложные вопросы, например, каким образом определить понятие «заемные средства». Является ли сдача в аренду заемными средствами? Следует ли уменьшить покупную цену в случае наличия аренды на балансе? В большинстве случаев ответ на этот вопрос отрицательный. Большая часть аренды может быть пересмотрена в ходе продажи и квалифицироваться скорее как оборотный капитал. Однако все формы задолженности перед банками и субординированный долг, очевидно, представляют собой заемные средства и поэтому означают уменьшение ценности каждого доллара собственного капитала, получаемого в результате сделки.

### **Что делать, если показатель EBITDA отрицательный?**

Мы обсудили множество вопросов, связанных с оценкой стоимости компании на основе показателя EBITDA, но что делать, если компания терпит убытки или в настоящее время представляет собой некоммерческое предприятие и показатель EBITDA отрицательный? В этом случае оценку предприятия, естественно, следует строить на других показателях. Как всегда, необходимо взглянуть на сопоставимые с вашей фирмой компании по всей отрасли, чтобы понять, какие показатели имеют смысл. Существует ли какой-нибудь мультипликатор выручки, например 50% в год, который используется большинством компаний при определении цены? Если да, то этот показатель может стать полезным ориентиром. Одно из эмпирических правил в ситуации, когда компания не приносит прибыли, сводится к тому, чтобы обратиться за ориентирами по оценке ее стоимости к балансу. В этом случае статьи баланса «собственный капитал» или «чистая стоимость капитала» дают хороший ориентир для оценки. Можно также взять показатель ликвидационной стоимости всех активов и пассивов.

Конечно, если фирма несет убытки, нужно быть предельно осторожным. Я не эксперт по полному изменению стратегии деятельности компаний, но мне приходилось наблюдать большое количество затруднительных ситуаций, и я знаю, что на практике все всегда сложнее, чем кажется. Чтобы, несмотря на трудности, успешно реализовать подобные изменения, необходимо обладать особой жесткостью и бесстрашностью. Почти всегда нужно предпринимать быстрые массированные действия, которые влекут за собой сокращение штатов и разбирательства в суде. Достаточно сказать, что это задача не для слабохарактерных. Более того, есть предприятия, у которых просто нет стоимости или она отрицательная. Если компания терпит убытки и имеет плохой баланс, возможно, продавец должен *заплатить*

вам, чтобы вы взяли компанию. Хотите верить, хотите нет, но ежедневно заключаются сотни подобных сделок.

Если предприятие, не имеющее целью получение прибыли, переходит к коммерческой модели, то здесь применяются точно такие же правила, т. е. в качестве показателей оценки стоимости такой компании необходимо рассмотреть мультипликаторы выручки, применяемые сопоставимыми фирмами. При этом первостепенную важность в такой ситуации будут иметь аспекты нефинансового характера. В частности, стоит задаться вопросом, обладает ли некоммерческая прежде компания интеллектуальными, человеческими ресурсами, а также капитальной базой, которые необходимы для того, чтобы принять вызов коммерческих конкурентов, уже давно действующих в этой сфере.

## Стратегия переговоров по сделке

После того как цена на компанию определена, необходимо оценить ее с точки зрения ожиданий продавца. Теперь, когда вы знаете, сколько стоит компания, вовсе не нужно идти в офис продавца и выкладывать перед ним свои расчеты. Существуют лучшие подходы к сделке. Если это возможно, всегда желательно, чтобы продавец первым назвал свою цену. Обсудите сделку в неофициальной обстановке и узнайте приблизительную цифру. Если из анализа мультипликаторов вам известно, что предприятие может стоить от 55 до 60 млн. долл., а продавец хочет получить 100 млн. долл., это говорит о том, что вам предстоит долгий путь. Фактически может оказаться даже так, что в этом случае продавец «не готов» продать компанию. (Любой владелец «готов» к продаже, если цена достаточно высокая.) Возможно, в этот решающий момент вам следует поступить мудро и отступить прямо сейчас, понимая, что вам никогда не договориться.

Начните с неофициальных действий. Пригласите продавца на обед и скажите: «Я не очень-то изучал цифры, так что, может быть, вы скажете мне, в каких пределах колеблется ваша предполагаемая цена?» Пусть собеседник заговорит первым. Иногда можно обнаружить «синюю птицу» — сделку на чрезвычайно выгодных условиях, которая «садится вам на плечо», подобно синей птице счастья. Не позволяйте ей улететь. Такие «синие птицы» появляются, если продавец недооценил стоимость компании, не провел подготовительной работы или же загнан в угол личными обстоятельствами, и ему нужно поскорее ее продать. Таких сделок не так много, однако в результате отношений с наивными продавцами в области выкупа компаний заработано немало денег. В то же время можно многое потерять в том случае, когда продавец только кажется простодушным, а на практике оказывается хитрым, как лиса, так что проявляйте бдительность. Если продавец назначает цену намного ниже рыночной, то первое, о чем нужно спросить себя, — с чем

это связано? Нет ли какой-нибудь скрытой причины, по которой компания не представляет собой большой ценности? Если же вы договорились и все испытания пройдены, то заключайте сделку скорее и благодарите звезды. Вы только что заработали на покупке.

Тем не менее простодушный продавец — это исключение, поскольку у подготовленного клиента обычно имеется достаточно хорошее представление о том, сколько стоит его компания. В большинстве случаев владелец готов обсуждать цену, предельно близкую к рыночным показателям, и вам становится ясно, что вы имеете дело с рациональным человеком. Иногда, однако, подобные предварительные беседы показывают, что продавец витает где-то в отдаленной части стратосферы. В таком случае вы поймете, что вернуть такую сделку на землю будет сложнее, чем руководить посадкой космического корабля *Apollo 13*.

При переговорах полезным может оказаться подход: «хороший парень, плохой парень». Одни поддерживают тесные дружеские отношения, тогда как другие строят из себя важную персону. Если есть пассивный партнер, легче сказать: «Я обсуждал это со своим партнером, и больше всего его волнуют следующие пять пунктов...» Другими словами, вам очень нравится сделка, но эти упрямые партнеры вечно чинят какие-нибудь препятствия.

Данный подход часто упрощает установление и поддержание хороших отношений, которые делают работу намного более конструктивной. Если вы ведете переговоры в единственном лице, то пассивным партнером может быть ваш юрист или коллега по прямым инвестициям, или даже случайный юрист или бухгалтер, который создаст оттеняющий фон. Этот фон имеет действительно большое значение! При обсуждении сделки всегда, по всем параметрам, вначале называйте сумму на 10–20% ниже той, к которой хотите прийти к концу дня. Если ваш предел по сделке составляет 50 млн. долл., то вначале предложите 40–42 млн. долл. Никогда не торопитесь сделать предложение, которое хотите. Начните с уровня, который не обидит продавца, чтобы из-за этого не проиграть сражение, не успевшее даже начаться, но называйте цену ниже своего максимума.

Некоторые прямолинейные люди стремятся к тому, чтобы не заниматься «обсуждением ерунды» (технический финансовый термин!), а сразу выдать свое единственное и неповторимое предложение. Это прекрасная концепция для идеальных условий, но в нашем мире она проигрывает в 90% случаев. Причина заключается в том, что человек по своей натуре хочет побеждать или вносить изменения в ходе обсуждения. Поверьте, даже если вам кажется, что продавец готов согласиться, его юрист или банк могут заставить вас немного похлопотать. Это хорошо отработанная игра, и каждый стремится сделать свой ход. Теперь очередь за вами.

Дайте продавцу возможность выиграть по некоторым пунктам и будьте готовы увеличить размер вашего предложения, чтобы он почувствовал, что одерживает победу по важным вопросам. Перечень условий сделки всегда включает в себя множество пунктов, одни из них имеют решающее значение для вас, а другие — для продавца. Конечно, может так получиться, что одно из условий, одинаково важное для обеих сторон, может расстроить сделку. Однако, просмотрев все 15–20 пунктов перечня условий, выберите три или четыре из них, по которым вы хотите отстоять свои позиции. Представьте пару подставных пунктов, по которым можно уступить, после чего до умопомрачения жалуйтесь продавцу на то, что он вас полностью разгромил. Затем твердо стойте на том, чего вы «должны добиться», и ситуация «оба — в выигрыше» будет достигнута.

Вы надеетесь поймать «синюю птицу», но продавцы мечтают о том же. Разница в том, что они хотят поймать вас. Они будут подталкивать вас к тому, чтобы предложить нужную им цену. В большинстве случаев этого делать не стоит, по крайней мере, до тех пор, пока вы не ознакомитесь с финансовыми показателями продаваемой компании. Если же вы заявите о своей конечной цене до того, как получите эту информацию, то даю гарантию, что она будет изменена, и в результате будут созданы потенциальные условия для возникновения у вас и у продавца неприятного ощущения «повторного заключения сделки». Такая ситуация является стопроцентно проигрышной. Когда продавцы умышленно долго не знакомят вас со своими расчетами, это служит еще одним сигналом об опасности, свидетельствующим о том, что возможно возникновение проблем и на последующих этапах. Продавцы, как правило, не хотят показывать вам свои показатели по одной причине: они не слишком привлекательны. Одно из правил бизнеса по выкупу компаний заключается в том, что о благоприятных показателях становится известно на более раннем этапе. Когда это происходит с задержкой, значит, показатели не очень привлекательны.

Если есть возможность, необходимо ознакомиться как минимум с отчетами о прибылях и убытках и бухгалтерскими балансами за три последних года, а также с планами на текущий и следующий год. Это даст вам представление о тенденциях развития компании за три года и покажет, каковы планы на будущее. Показатели за текущий год часто бывают значительно выше, а прогнозы на будущее могут быть достаточно вызывающими. То, каким будет ваше мнение, зависит от вас, но информация об истории фирмы за три года дает возможность свериться с фактами.

В частности, очень важно получить отчеты, прошедшие аудит. Многие семейные компании, даже сравнительно крупные, не любят тратить деньги на аудит отчетов. И даже несмотря на это, большинство продавцов,



уверенных в том, что готовы продать компанию, как минимум оплачивают проведение аудиторской проверки. Непроверенные отчеты могут свидетельствовать о том, что владелец просто не хотел тратить на это средства или же что у него есть что скрывать. Если вам предстоит работа с непроверенными данными, следует определенным образом снизить стоимость, чтобы учесть возникший существенный риск. Вы можете воссоздать картину аудиторской проверки, но это требует так много времени и усилий, что порой невозможно с учетом календарного графика и бюджета по сделке.

Как наглядно показано в примере с компанией Ceramic City, приведенном в главе 3, даже прошедшие аудит отчеты не всегда надежны. Существует множество способов скрыть возможные проблемы, в частности, если продавец полон решимости и нечист на руку. Однако аудиторская проверка дает вам хорошую возможность выявить наличие сложных проблем.

При анализе цены, которую вы можете заплатить за компанию, вам также понадобится иметь представление о том, что вы сами (и другие инвесторы) получите в результате заключения сделки. Не всякая цена может гарантировать выгодность сделки для вас или других инвесторов. В главе 8 мы посмотрим, как цена продажи влияет на доходы управляющих и инвесторов. Смогут ли инвесторы получить ожидаемый доход в размере как минимум 30–35%? Получите ли вы как управляющие достаточно для того, чтобы компенсировать взятые на себя риски? Имея под рукой такой анализ, вы сможете уже на раннем этапе понять, целесообразно ли заключение сделки, а также оценить, насколько оправданно предложение более высокой цены за компанию. Необходимо знать, в какой момент сделка принимает определенные очертания. Если на каком-то этапе вы почувствуете, что не способны отступить ни при каких условиях, следует как можно скорее выходить из игры.

## **Продавец семейного бизнеса**

Продавцы, создавшие свой бизнес «с нуля», или владельцы семейного бизнеса склонны относиться к компании, как к своему «ребенку». Это значит, что они чувствуют очень сильную эмоциональную, а также финансовую привязанность к своему детищу. Компания подобна ребенку, которого они воспитывали в течение многих лет. Такие продавцы также часто считают своего «ребенка» намного красивее, чем он есть на самом деле. Клиенты — замечательные. Сам бизнес — просто чудо. Покупатели должны заплатить надбавку за такой великолепный бизнес. «Не нужно никаких подробных соглашений или представлений», — утверждают «гордые родители». Вероятно, в таком случае перед вами уже не разумный владелец предприятия, а заботливый родитель, из рук которого вы пытаетесь вырвать дитя. Чтобы

сделать это, потребуется огромное количество времени и терпения. Будьте готовы к очень долгим переговорам.

Для многих продавцов на кон поставлено намного больше, чем просто деньги. Они вложили в бизнес свою душу и сердце, и в большинстве случаев его будущий успех и жизнеспособность имеют для них очень большое значение. Они очень беспокоятся за своих сотрудников и обычно хотят удостовериться в том, что к преданному им персоналу будут относиться надлежащим образом. Вы можете услышать множество длинных скучных историй о компании, которые, в частности, вам поведаст глава семейной фирмы. Не зевайте! Эти истории могут дать представление о том, каким образом можно увеличить уникальную ценность сделки и стать более привлекательным покупателем. Благодаря использованию данной стратегии сделка не превращается в простое обсуждение цены. Даже если придется участвовать в аукционе, сочувствие к положению продавца может обеспечить значительно большее преимущество, чем просто «холодная» наличность.

Разумную ли цену назначает продавец? Разумно ли он оценивает другие аспекты сделки? Можно ли с ним вести переговоры? Попросите свою юридическую фирму ознакомиться с базами данных судебных процессов, чтобы узнать, не участвовал ли в них продавец в прошлом. Этой модели, вероятно, следует придерживаться и в будущем. Если получить у продавца подписанное письмо о намерениях сложнее, чем покорить Эверест, то вероятность того, что сделка распадется на последующих этапах ее оформления, составляет примерно 80%. Хорошая цена без устойчивой договоренности, подкрепленной реальными заявлениями и гарантиями, уже не столь хороша. Необходимо убедиться в том, что продавцы готовы обосновать заявления, которые они делают в отношении своего предприятия.

## Документы по сделке

Вы нашли продавца, готового продать компанию, обсудили цену и начали изучать условия соглашения. По завершении первоначальных обсуждений начинается подготовка различных документов по сделке. Это процесс, в результате которого сначала гибнет небольшое количество деревьев, но потом ваш офис или дом загромождается многочисленными пачками бумаги. Скоро вы поймете, что на сегодняшний день об офисе без бумаг придется мечтать больше, чем когда бы то ни было.

Подготовка документации с продавцом делится на три этапа.

1. Перечень условий.
2. Письмо о намерениях.
3. Соглашение (я) о покупке (гарантийное соглашение).

Сложность данных документов эволюционирует, начиная с простого, как амеба, перечня условий и заканчивая сложными, в значительной степени развернутыми юридическими документами, представляющими соглашение (я) о покупке.

Перечень условий соглашения — это документ, предназначенный для обсуждения, в котором в общих чертах намечены основные условия соглашения с продавцом. От перечня условий переходим к письму о намерениях. Это более длинный документ, в котором начинается закрепление всех ключевых пунктов сделки. Он подписывается на последнем этапе переговоров, перед тем как вы начнете тратить огромное количество времени и средств. В письме о намерениях должны быть затронуты все важнейшие вопросы, которые будут включены в окончательное соглашение о покупке. Если вы поднимете наиболее существенные вопросы в ходе составления соглашения о покупке, то продавец гарантированно начнет чинить препятствия, и это может подорвать всю сделку. Как только у вас есть подписанное письмо о намерениях, начинается серьезная работа. Это бухгалтерский анализ деятельности компании, проработка юридических вопросов и начало процедуры «дью дилидженс», о чем пойдет речь в главе 9.

Письмо о намерениях по большинству пунктов не является юридическим обязательством, за исключением того, что юридически закрепляет за вами сделку на срок, составляющий обычно от 60 до 90 дней. Это означает, что продавец не может предлагать сделку кому-либо другому или вступать в переговоры с потенциальными покупателями. Обе стороны приходят к соглашению о том, что предпримут серьезные добросовестные действия по подготовке сделки, которая предусмотрена в письме о намерениях. Условия сделки, конечно же, формулируются в окончательных документах, однако, если все идет хорошо, их основу составляют положения перечня условий. Письмо о намерениях также является определяющим документом по сделке, который вы представляете партнерам по финансированию и представителям банков. В данной главе прокомментированы перечень условий и письмо о намерениях компании Techway, приведенные в качестве примера. Образец письма о намерениях также представлен в приложении В.

При обсуждении перечня условий на переговорах вам не нужны юристы и бухгалтеры. Сотрудник фирмы по операционным и финансовым вопросам, вероятно, способен на данном этапе достаточно хорошо произвести все расчеты. На следующей стадии еще будет достаточно времени для того, чтобы юристы и бухгалтеры смогли приложить руки к сделке. Процедура может быть значительно упрощена, если обе стороны в общих чертах представят развернутый план сделки. Продавцов можно отпугнуть, если начать чересчур

активное наступление слишком рано. Продавец, у которого пока нет опыта продажи предприятия, часто поначалу действует с неохотой, но со временем обретает большее спокойствие. Достичь эмоциональной совместимости сторон, а также разработать основные положения сделки можно достаточно просто и без значительных затрат.

Я не юрист и не утверждаю, что образцы документов, представленные в данной главе, являются полными. Они приведены только для того, чтобы вы могли ознакомиться с их основными характеристиками. У вас должен быть свой консультант по каждой сделке, который, без сомнения, обязан подключиться к процессу на этапе подготовки письма о намерениях. В ходе работы над сделкой вы столкнетесь с большим количеством юристов, и могу гарантировать, что в конце вы будете готовы либо расцеловать их, либо убить. Нечто среднее случается редко. (Что касается юрисконсульта противоположной стороны, то могу почти определенно сказать, что в конце у вас будет на него только одна из двух указанных реакций. Желания расцеловать его не будет уж точно.)

## Перечень условий

Перечень условий, как правило, состоит из 2–4 страниц. В нем в общих чертах приводятся условия продажи. Несмотря на свою краткость, документ должен быть достаточно подробным. В нем должны быть указаны цена, независимо от того, идет ли речь о какой-либо сумме в денежном выражении или об акциях, а также основные вопросы, связанные с проведением процедуры «дью дилидженс», и сроки. Проект перечня условий является отправной точкой переговоров.

Как уже говорилось выше, в первоначальном перечне условий нужно указать цену, на 10–20% более низкую, чем сумма, которую вы готовы заплатить в конечном итоге. Если конкуренция в вашем случае незначительна, то начинайте с еще более низкой цены. Всегда вносите в первоначальное предложение несколько пунктов, от которых вы готовы отказаться впоследствии, но с которыми сможете мириться, если они останутся. Иногда эти подставные условия сохраняются при заключении сделки. Например, при подготовке одной сделки в качестве одного из условий мы предложили уровень производительности компании намного выше того, на который, по нашим предположениям, могли согласиться управляющие. Условие сохранилось, и теперь, благодаря выдающейся производительности, компания получает более высокие доходы, которые вознаграждают нас всех. Если вы ничего не попросите, то ничего и не получите. В наихудшем случае продавец просто ответит «нет». Если цена относительно близка к желаемой, вряд ли кто-либо из участников откажется от сделки из-за этих третьестепенных вопросов.

Никаких стандартов составления перечня условий не существует. Ниже приведен и прокомментирован пример перечня условий по покупке компании Techway, который был подготовлен нами для представления материнской компании в качестве первоначального предложения по сделке. Как видим, он достаточно простой. Как мы много раз повторяли на протяжении всей книги, очень важно насколько возможно раньше представить наиболее важные условия. Если у вас в голове есть какой-то существенный вопрос, включите его в перечень условий с самого начала.

## Перечень условий продавца

Techway, Inc.

Мы подробно проанализировали возможность реализации проекта и готовы представить предложение о приобретении компании Techway в результате быстрого и эффективного заключения сделки на условиях, благоприятных для менеджеров. Мы обсудили приведенное ниже предложение с командой менеджеров Techway и считаем, что его условия являются взаимовыгодными для Techway, материнской компании и менеджмента.

### 1. Компенсация

В соответствии с нашим предложением материнская компания получает 110–115 млн. долл., включая 95 млн. долл. наличными и долю в собственном капитале в размере 10%, что, по нашим подсчетам, дополнительно составит 15–20 млн. долл.

Цена предложения и способ оплаты имеют решающее значение. Существует множество способов структурирования компенсации, включая прямые денежные выплаты, простые векселя на имя продавца, дополнительные платежи «из дохода», а также комиссионные за консультационные услуги или запрещение конкуренции, которые будут более подробно рассмотрены ниже.

### 2. Структура

В соответствии с нашим предложением покупатель приобретает у материнской компании приблизительно 90% акций Techway на основе рекапитализации с использованием заемных средств, при этом материнская компания сохраняет приблизительно 10% акций. Оставление за собой доли в собственном капитале позволит материнской компании сохранить потенциал для увеличения инвестиций, а Techway — избежать необходимости создания деловой репутации. Уверены, что компания может стать привлекательным кандидатом на проведение первоначального публичного предложения, а отсутствие затрат на создание деловой репутации фирмы позволит всем акционерам получить дополнительный доход. Кроме того, сохранение за материнской компанией пакета акций имеет большое значение для клиентов Techway, которым будет понятно, что материнская компания поддерживает заключение сделки, и они могут быть уверены в будущем Techway.

Данная информация является убедительным аргументом для продавца, чтобы сохранить небольшую долю в капитале компании. Как уже говорилось выше,

структурирование сделки подобным образом повышает доверие к новой компании, а также предоставляет материнской фирме долю в развивающейся компании, или «условное страхование», на тот случай, если сделка обернется чрезвычайно удачным предприятием.

### 3. Оценка стоимости компании

Цена 110–115 млн. долл. является разумной, если сравнивать с ценами на сопоставимые компании, доминирующими на публичном рынке. Ниже приведен перечень основных публичных компаний, являющихся основными конкурентами Techway, а также соответствующие мультипликаторы EBITDA:

| Компания         | EBITDA |
|------------------|--------|
| Компания А       | 6,4%   |
| Компания В       | 7,6%   |
| Компания С       | 5,7%   |
| Компания D       | 7,7%   |
| Компания E       | 7,6%   |
| Компания F       | 7,8%   |
| Среднее значение | 7,1%   |

На основе данных мультипликаторов предполагаемая стоимость компании Techway составляет приблизительно 90–120 млн. долл. Наше предложение попадает в данный диапазон. Учитывая изменчивость доходов Techway в прошлом и ориентацию деятельности фирмы на узкую группу заказчиков, данная цена является достаточно высокой. Более половины выручки и более половины прибыли Techway поступает от деятельности по одному контракту, срок которого истекает через три года. Данная узость клиентской базы и прогнозируемое снижение выручки налагают риски на покупателя, а это является дополнительным подтверждением того, что в результате предлагаемой сделки продавец получит хорошую компенсацию в соответствии с высокой оценкой.

Такой метод составления предложения позволяет представить продавцу множество аргументов в пользу сделки. Он помогает продемонстрировать, что вами проделана определенная работа, и сделать предложение обоснованным. Предложение строится на аргументах, которые получены при сравнении расчета стоимости с мультипликаторами, применяемыми по отрасли, а также объясняют, каким образом необходимо откорректировать данные показатели с учетом конкретных слабых сторон продаваемой компании. Применяя этот метод, вы на основе эмпирических данных показываете, что за компанию предлагается хорошая цена. Если проделана подготовительная работа по оценке ее стоимости, то реализовать такой подход достаточно просто. Однако если на рынке нет компаний, которые можно непосредственно сравнить с интересующей вас фирмой, или если вы не хотите показывать продавцу свой аналитический метод, сократите данный раздел, включив в него только информацию по существу вопроса.

### 4. Конфиденциальность

Все секретные сведения о материнской компании, которые можно получить в комнате для ознакомления с информацией, не могут быть раскрыты конкурентам, а фирма по выкупу компании и менеджеры сохраняют их конфиденциальность.

Большинство продавцов требует, чтобы на каком-то этапе покупатели подписали соглашение о неразглашении информации. Подобная формулировка может быть также включена в перечень условий.

### 5. Исключительные права

Материнская компания соглашается, что до истечения срока действия настоящего документа, определенного ниже, ни материнская компания, ни ее представители не будут предоставлять, инициировать, обсуждать или отвечать ни на какие предложения каких-либо лиц относительно продажи ценных бумаг компании Techway либо любой части ее активов.

Это важное положение, которое дает вам исключительные права на заключение сделки. Его также называют условием «о прекращении поиска покупателя».

### 6. Обязательная сила

Настоящее письмо о намерениях не имеет обязательной силы, за исключением пунктов 4, 5 и 7, а также данного пункта 6. Единственная цель данного соглашения — выразить взаимное понимание между сторонами до заключения и представления окончательного соглашения. Несмотря на вышесказанное, пункты 4, 5 и 7, а также данный пункт имеют обязательную силу и юридическое действие в пользу подписавших его сторон.

Настоящее соглашение, включая предложение и структуру сделки, в целом не имеет обязательной силы. Исключение составляют только положения о конфиденциальности, исключительных правах и расторжении соглашения. Однако это совсем не означает, что вы можете действовать безнаказанно. Перечень условий является этапом на пути заключения окончательных соглашений, обладающих обязательной силой, и внесение значительных изменений в последние, по сравнению с данным документом, могут погубить сделку.

### 7. Прекращение действия

Настоящий документ прекращает действие, если его срок не будет продлен по взаимному согласию его сторон, при наступлении одного из следующих событий: а) по истечении трех недель; б) заключения окончательных договоров, предусмотренных данным документом, или в) при достижении взаимного согласия сторон расторгнуть данное соглашение. При прекращении действия настоящего документа он больше не будет иметь силы, ни одна из сторон не несет ответственности по нему, за исключением пункта 6, выше, и в отношении нарушения данного соглашения до прекращения его действия.

Если вы согласны с условиями, изложенными выше, просим подписать настоящий документ ниже и направить нам подписанную копию. После получения подписанной копии данного соглашения мы приступим к проведению процедуры «дью дилидженс» и переговоров. Надеемся на ваше сотрудничество при реализации данного важного проекта.

С глубоким уважением,

Подпись покупателя \_\_\_\_\_

Подпись продавца \_\_\_\_\_

## Письмо о намерениях

Продавец захочет обсудить ряд важнейших пунктов, изложенных в перечне условий. Если в перечне вы приходите к положительным выводам, то на основе этого документа происходит переход к следующей стадии процесса подготовки документации по сделке — составлению письма о намерениях.

Письмо о намерениях, как правило, излагается на 7–10 страницах. Это первый документ, который имеет обязательную силу, поэтому он играет важную роль при подготовке сделки. Необходимо получить очень подробное письмо о намерениях продавца, охватывающее все основные вопросы, которые связаны с покупкой активов или акций. Если у вас на руках есть подробное письмо о намерениях, то можно сказать, что вы «в хорошей форме», и остальные этапы сделки пройдут не слишком болезненно. Если в таком письме изначально не рассмотрены важные вопросы, можно с достаточной долей уверенности утверждать, что вам предстоит очень сложное обсуждение условий сделки, и возможно, вы потратите свое драгоценное время и средства на проведение переговоров, которые обречены на провал.

Ниже приведено и прокомментировано письмо о намерениях по сделке с компанией Techway. Это важный документ, составляющий основу всех будущих переговоров и устанавливающий основные параметры сделки. Хотя любое письмо о намерениях имеет свои особенности, рассматриваемый пример дает возможность получить достаточное представление о принципах, которыми следует руководствоваться при составлении данного документа для своей сделки.

### Письмо о намерениях компании Techway

Инвестор  
1515 Big Hitter Lane  
Cash Flow, Wisconsin

Генеральному директору Techway Parent\*  
Улица  
Город, штат, почтовый индекс

Уважаемые дамы и господа!

В настоящем письме-соглашении (в дальнейшем «Письмо») изложены общие условия, на основе которых Инвестор (в дальнейшем «Покупатель») готов приобрести у компании Techway Parent Co. (в дальнейшем «Продавец») все выпущенные и обращающиеся акции компании Techway, а также любых дочерних компаний,

---

\* Имеется в виду материнская компания (parent) фирмы Techway. — *Прим. пер.*



контрольный пакет акций которых принадлежит Techway (в совокупности — «Компания») («Транзакция»).

Это достаточно простое вступление. Если есть желание, можно применить другую формулировку, включающую вопросы, связанные со спецификой вашей транзакции.

**1. Форма Транзакции.** В соответствии с условиями настоящего Письма Покупатель приобретает 100% акций Компании по покупной цене (указанной в пункте 2). В результате Компания становится дочерней фирмой Покупателя, получающего ее в полную собственность. Для целей настоящего Письма понятие «акции» включает в себя все обыкновенные, привилегированные (если таковые имеются) акции, а также любые другие ценные бумаги Компании (как условные, так и прочие), которые могут быть конвертированы в обыкновенные или привилегированные акции. Покупатель приложит все возможные усилия к тому, чтобы структура Транзакции была максимально выгодной с точки зрения налогообложения, и ни Продавец, ни Покупатель не понесли ущерба, связанного с выплатой налогов или другими экономическими факторами.

В этом разделе определяется, является ли сделка покупкой активов или акций. В данном примере имеет место покупка акций, и нужно убедиться, что включены все их виды. Если это сделка по приобретению активов, то необходимо конкретно указать, какие это активы и пассивы. Часть по налогообложению включена сюда для полноты. Если в вашей сделке нет особых вопросов по налогам, которые имеет смысл выделить, эту часть можно опустить.

**2. Покупная цена.** Покупная цена (далее «Покупная цена») складывается из суммы следующих величин:

- 1) 95 млн. долл. наличными;
- 2) 5 млн. долл. в форме простых векселей («Векселя»), исполнение обязательств по которым зависит от результатов деятельности Компании. Подробная информация по Векселям представлена в разделе 3 настоящего Письма;
- 3) обыкновенные акции Покупателя в размере 9,2% от стоимости обыкновенных акций, выпущенных и находящихся в обращении в настоящий момент (после вступления в силу неисполненных опционов на акции Покупателя).

Покупатель совместно с Продавцом осуществит действия, необходимые для того, чтобы как минимум 3% Покупной цены было предоставлено ведущим сотрудникам Компании, определяемым Продавцом. (Предполагается, что Продавец получит всю сумму в размере 95 млн. долл., что получателями по Векселям будут ведущие сотрудники Компании и что все обыкновенные акции будут разделены в такой же пропорции 80/20% между Продавцом и ведущими сотрудниками Компании.)

Очевидно, что это важный раздел, подробно определяющий порядок компенсации участникам сделки. Поскольку Techway — компания, предоставляющая информационно-технологические услуги, результативность деятельности которой полностью зависит от людей, управляющих ею, мы хотели гарантировать получение ими определенного вознаграждения в результате проведения сделки. Такой подход типичен для операций с компаниями в области услуг.

**3. Векселя.** Векселя обладают следующими характеристиками.

**А. Приоритетность.** Векселя имеют:

- более высокий приоритет при ликвидации Компании только в пределах сумм, которые Покупатель должен материнской компании Techway Parent Co. (далее «Материнская компания») (за исключением задолженности, описанной в Разделе 3, ниже);
- более низкий приоритет по отношению к задолженности по приобретению Компании, которая может возникнуть в связи с Транзакцией, предусмотренной настоящим Письмом.

**В. Исполнение обязательств по Векселям.** Векселя подлежат погашению тремя равными выплатами: через 12, 24 и 36 месяцев после завершения Транзакции, предусмотренной настоящим Письмом, при этом, однако, никакие суммы не подлежат оплате по тем Векселям, держатель которых на установленную дату оплаты не является сотрудником Компании или одного из ее филиалов.

В данном разделе сформулирован ряд основных положений документа о продаже. Как всегда, представленная информация должна быть подробной, полной и конкретной.

**4. Источники денежных средств и их использование.** Краткое описание источников денежных средств и их использования приведено ниже.

| <i>Источники денежных средств (млн.)</i> |                | <i>Источники денежных средств</i> |         |
|--|----------------|-----------------------------------|---------|
| Покупная цена                            |                | «Старший» долг                    |         |
|  |                | перед банками                     | 50000   |
| Денежные средства                        | 95 000         | Акции роста                       | 3000    |
| Векселя                                  | 5000           | Наличные акции                    | 50 000  |
| Расходы по Транзакции                    | 3000           |                                   | 103 000 |
|  | <u>103 000</u> |                                   |         |

Очень важно четко определить входящие и исходящие денежные средства по сделке, чтобы все участники могли ознакомиться с этими показателями и подписаться под ними. Это также имеет большое значение в связи с тем, что часто люди склонны забывать о комиссионных по сделке, которые, как правило, составляют 3–5% общей стоимости и могут оказать значительное влияние на маржу финансирования.

**5. Обзор процедуры «дью дилидженс», проводимой Покупателем.**

а) Процедура «дью дилидженс», проводимая Покупателем («Обзор процедуры «дью дилидженс», проводимой Покупателем»), включает в себя общий анализ состояния бизнеса и прогноз перспектив развития Компании, в том числе анализ финансовых отчетов Компании за прошлые периоды, ее продукции, конкурентного положения, стабильности ее основателей, выручки и денежных потоков, обычное подробное исследование юридических, административных, налоговых, бухгалтерских и инвестиционных показателей. В рамках «Обзора процедуры «дью дилидженс», проводимой Покупателем» будут оценены перспективы развития Компании, проанализированы процедуры прямого сбыта и рекламы, оценена

способность Компании к секьюритизации своей продукции, а также проведен анализ кредитных досье и процедур андеррайтинга. Наряду с подготовкой «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Покупателем», стороны, предоставляющие финансирование, а также их агенты и представители могут параллельно провести свои процедуры “дью дилидженс” в отношении деятельности Компании. Подготовка «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Покупателем» начинается в день, с которого Покупателю, его представителям и агентам (доверенным лицам), а также представителям финансирующих организаций будет предоставлен доступ к бухгалтерским книгам, отчетам, лентам биржевого телетайпа, оборудованию, зданиям и сооружениям, ведущим специалистам, высшему менеджменту, директорам, независимым бухгалтерам, а также юрисконсульту, в соответствии с разделом 9, ниже. Продавец соглашается, что такой доступ будет предоставлен Покупателю, его представителям и агентам, а также представителям финансирующих организаций немедленно после подписания настоящего Письма. Покупатель проведет процедуру «дью дилидженс» Компании в течение 30 дней после этого.

б) Процедура «дью дилидженс», проводимая Продавцом («Обзор процедуры “дью дилидженс”, проводимой Продавцом»), состоит в общем анализе состояния бизнеса и прогнозов развития компании-Покупателя, включая анализ финансовых отчетов Покупателя за прошлые периоды, его продукции и конкурентного положения. «Обзор процедуры “дью дилидженс”, проводимой Продавцом» начинается в день, с которого Продавцу, его агентам (доверенным лицам) и представителям будет обеспечен доступ к ведущим специалистам, высшему менеджменту, директорам, независимым бухгалтерам, а также юрисконсульту. Покупатель соглашается, что такой доступ будет предоставлен Продавцу, его агентам и представителям немедленно после подписания настоящего Письма. Продавец завершит процедуру «дью дилидженс» либо: 1) на дату завершения «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Продавцом», либо 2) по истечении 30 дней с момента обеспечения доступа, в зависимости от того, какое из событий наступит раньше.

Этот важный раздел представляет собой план проведения вами процедуры «дью дилидженс». Будьте обстоятельны и постарайтесь максимально охватить все. Сформулируйте все основные части вашего плана работы, чтобы избежать неясностей.

**6. Окончательное Соглашение о покупке.** Покупатель подготовит и представит Продавцу окончательное Соглашение о покупке («Соглашение о покупке») в течение 10 дней после завершения Процедуры «дью дилидженс», проводимой Покупателем. Соглашение о покупке включает в себя условия, обычные для сделок такого типа (в том числе, стандартные заявления, гарантии, обязательства и гарантии возмещения вреда), или те, что сочтены целесообразными по результатам Процедуры «дью дилидженс». Заявления в отношении Компании по большинству пунктов сохраняют силу в течение трех лет, а срок действия других положений, включая — без ограничений — положения, относящиеся к окружающей среде, налогообложению, закону о пенсионном обеспечении работников, а также праву собственности, устанавливается на более длительные периоды (а для некоторых срок не определяется).

Этот раздел может быть еще более подробным и имеет чрезвычайно важное значение. В нем сделан шаг к составлению соглашения о покупке и приведены основные вопросы, в частности, указан срок действия отдельных положений и регламентируется, по каким из них он должен быть больше. Попросите своего юриста помочь вам конкретно указать, по каким вопросам вам потребуется сформулировать заявления для соглашения о покупке. К стандартным положениям, которые могут быть включены в Письмо о намерениях, относятся заявления о том, что все финансовые отчеты являются достоверными и точными, что Компании не угрожает никакое судебное разбирательство, и она продолжает свою деятельность в обычном режиме (например, никто в последнее время не вносил изменений в основные процедуры, действующие в Компании). Эти вопросы более подробно рассматриваются ниже.

**7. Условия завершения Транзакции.** Обязательство Покупателя завершить Транзакцию, предусмотренную настоящим Письмом, среди прочего, зависит от выполнения следующих условий.

- i. Завершение «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Покупателем» и удовлетворенность Покупателя, на его усмотрение, этими результатами.
- ii. Обсуждение условий и исполнение Соглашения о покупке, а также других документов, необходимых для проведения Транзакции, на взаимно удовлетворяющих стороны условиях.
- iii. Получение финансирования от третьих сторон на условиях, удовлетворяющих Покупателя.
- iv. Обсуждение условий и заключение трудовых договоров с генеральным директором и другими отдельными руководящими сотрудниками Компании, установленными Покупателем в ходе проведения процедуры «дью дилидженс», при этом такие договоры должны включать в себя положения о запрещении конкуренции /о конфиденциальности. Проекты пяти трудовых договоров с руководителями высшего звена представлены в приложении.
- v. Отсутствие существенных неблагоприятных изменений в финансовом положении, результатах хозяйственной деятельности, состоянии бизнеса, активах, имуществе или перспективах развития Компании начиная с 30 июня 2000 г.
- vi. Соответствие Транзакции, предусмотренной настоящим документом, всем применимым для этих целей законам и нормам регулирования, включая: а) получение всех необходимых согласований и разрешений государственных органов и третьих лиц (в том числе разрешений всех соответствующих органов государственного лицензирования), а также представление всех необходимых документов регулирующим органам (в том числе для подтверждения соответствия акту Харта–Скотта–Родио) и б) истечение всех периодов ожидания, в течение которых могут быть представлены возражения в отношении проведения Транзакции, предусмотренной настоящим документом.
- vii. Исполнение Продавцом своих обязательств по настоящему Письму.

Обязательство Продавца завершить Транзакцию, предусмотренную настоящим Письмом, среди прочего, зависит от выполнения следующих условий.

- i. Завершение и разумная удовлетворенность Продавца результатами Процедуры «дью дилидженс», проводимой Продавцом (при этом Продавец может расторгнуть соглашение по данному Письму на основании данного пункта, только если в результате проведения Процедуры «дью дилидженс», проводимой Продавцом, были раскрыты факты, которые на разумных основаниях заставляют Продавца считать, что у Покупателя не будет достаточных финансовых средств, чтобы произвести расчеты по Векселям).
- ii. Обсуждение условий и исполнение Соглашения о покупке, а также других документов, необходимых для проведения Транзакции, на взаимно удовлетворяющих стороны условиях.
- iii. Соответствие Транзакции, предусмотренной настоящим документом, всем применимым для этих целей законам и нормам регулирования, включая: а) получение всех необходимых согласований и разрешений государственных органов и третьих лиц (в том числе разрешений всех соответствующих органов государственного лицензирования), а также представление всех необходимых документов регулирующим органам (в том числе для подтверждения соответствия акту Харта–Скотта–Родио) и б) истечение всех периодов ожидания, в течение которых могут быть представлены возражения в отношении проведения Транзакции, предусмотренной настоящим документом.
- iv. Исполнение Покупателем своих обязательств по настоящему Письму.  
Как видим, это обширный раздел, определяющий множество вопросов. Перечислите все важные условия, которые должны быть выполнены до того, как вы будете готовы заключить сделку. Приведите конкретные формулировки. Если деятельность компании сконцентрирована на одном крупном клиенте и вам необходимо встретиться с ним лично, чтобы убедиться, что вас все устраивает, включите эту встречу и свою удовлетворенность ее результатами в качестве условия заключения сделки. Подтверждение соответствия антимонопольному акту Харта–Скотта–Родио дает Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC), а его получение стоит 40 тыс. долл. Ваш юрист поможет вам подготовить необходимые для этого документы.

**8. Календарный график.** Покупатель, Продавец и Компания соглашаются приложить разумные усилия к тому, чтобы придерживаться приведенного ниже календарного графика мероприятий, направленных на завершение сделки (при условии принятия условий настоящего Письма к 5 сентября 2000 г.):

- |                     |  |
|---------------------|--|
| 15 сентября 2000 г. | Получение подтверждения соответствия акту Харта–Скотта–Родио, при необходимости. |
| 6 октября 2000 г.   | Завершение «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Покупателем».           |
| 16 октября 2000 г.  | Представление Покупателем первого варианта Соглашения о покупке Продавцу.        |

29 октября 2000 г. Оформление Договора о продаже и заключение сделки в реальные сроки, вскоре после этого.

В данном разделе представлен календарный график основных мероприятий, которые позволяют заключить сделку в установленный срок. Сюда входят важнейшие этапы, охватывающие подмножества подробных календарных планов и программ исполнения обязательств (смотри, например, приложение G), которыми вы пользуетесь в качестве инструмента управления подготовкой сделки.

**9. Сотрудничество.** Если Продавец принял и подтвердил условия, приведенные в настоящем Письме, то он предоставит Покупателю, его представителям и агентам, а также представителям финансирующих организаций (включая адвокатов, бухгалтеров, а также агентов и представителей любых финансирующих организаций) доступ к бухгалтерским книгам, отчетам, лентам биржевого телетайпа, оборудованию, зданиям и сооружениям, ведущим специалистам, высшему менеджменту, директорам, независимым бухгалтерам, а также юрисконсульту, с целью подготовки «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Покупателем».

Данное положение представляется само собой разумеющимся в любой сделке, однако очень важно его сформулировать. У некоторых продавцов могут быть особые соображения в отношении безопасности или конфиденциальности, поэтому прояснить эти вопросы необходимо с самого начала.

#### 10. **Исключительные права.**

A. **Прекращение деятельности другого приобретателя.** Компания и Продавец соглашаются, что с даты принятия ими и подтверждения условий настоящего Письма до завершения предусмотренной в нем Транзакции, или до расторжения содержащегося в нем соглашения до истечения срока его действия, ни сама Компания, ни кто-либо из ее зарегистрированных или подлинных владельцев именных акций, высших менеджеров, директоров, филиалов, доверенных лиц или представителей прямо или косвенно не будет:

- i. представлять, ходатайствовать, инициировать, поощрять или обсуждать с третьими лицами какие-либо предложения от любого лица, связанные с: а) реорганизацией, роспуском или изменением структуры капитала Компании, б) слиянием или консолидацией при участии Компании, в) продажей акций Компании, г) продажей любых активов Компании, выходящей за рамки обычной хозяйственной деятельности, или в связи с продажей «целой ссуды» или секьюритизацией, если это предварительно не согласовано с Покупателем, либо д) подобными операциями или объединением предприятий с участием Компании или ее бизнеса либо активов, включая — без ограничений — любую задолженность или финансирование собственного капитала как таковых, или
- ii. предоставлять любую информацию, связанную с вышеуказанными операциями, помогать, участвовать или иным образом содействовать осуществлению попыток любого лица осуществить таковые.

B. **Уведомление.** Компания и Продавец прекратят любые переговоры, относящиеся к вышесказанному, с любыми третьими сторонами, а также дадут соответствующие указания высшему менеджменту, директорам, филиалам, агентам и представителям Компании и уведомят Покупателя о факте получения любых предложений.

**В. Заявления и гарантия возмещения вреда.** Принятие и подтверждение Компанией и Продавцом условий настоящего Письма также представляет собой заявление о том и гарантию того, что ни Компания, ни Продавец, а также никто из ее зарегистрированных либо подлинных владельцев именных акций, высшего менеджмента, директоров, филиалов, доверенных лиц или представителей не вступал ни в какие соглашения с исполнением в будущем, не брал на себя никаких обязательств в отношении вышеуказанных операций. Компания и Продавец настоящим соглашаются возместить вред и освободить от ответственности Покупателя, а также каждого из его директоров, высшего менеджмента, инвесторов, сотрудников и доверенных лиц (каждый из которых — «лицо, имеющее право на возмещение вреда») в отношении любых убытков, исков, ущерба, обязательств (или судебных разбирательств, начатых в отношении их или угрожающих им), а также затрат, понесенных в связи с этим, или любым иным образом относящихся к нарушению вышеизложенного заявления и гарантии. Обязательства Компании и Продавца по данному пункту сохраняют свою силу после расторжения соглашения, содержащегося в данном Письме, и действуют независимо от заключения окончательного соглашения.

В целом данный раздел об исключительных правах является ключевым, поскольку он гарантирует, что сделка будет заключена с вами, и Продавец больше не будет обсуждать ее с какими-либо третьими лицами.

**11. Ведение бизнеса.** После принятия условий настоящего Письма и либо до завершения предусмотренной в нем Транзакции, либо до расторжения содержащегося в нем соглашения, в зависимости от того, какое из событий наступит раньше, Компания соглашается поддерживать свой бизнес, в основном, в неизменном виде и вести его в соответствии с обычной практикой, применявшейся в прошлом. Без ограничения всеобщей применимости вышесказанного Компания без предварительного письменного согласия Покупателя не может: а) производить какие-либо существенные капиталовложения, б) выплачивать какие-либо дивиденды или производить распределения любого рода, в) заключать какие-либо существенные договоры, брать на себя обязательства или вступать в соглашения (за исключением необходимых для обычного ведения бизнеса), г) вносить изменения в какие-либо программы компенсации сотрудникам или выплачивать какие-либо премии, д) вносить изменения в какие-либо процедуры андеррайтинга, либо е) выпускать совершенно новую продукцию.

Данный раздел дополнительно гарантирует, что дела Компании будут вестись согласно обычной практике и что с его имуществом не будет предпринято ничего особенного.

**12. Управление.** Предполагается, что Компания станет автономной дочерней Компанией холдинга, создаваемого нашим юрисконсультom с целью осуществления настоящего приобретения. Генеральный директор (имя) продолжает исполнять обязанности Президента и генерального директора в течение трех лет, в соответствии с трудовым договором, проект которого прилагается к данному Письму.

В данном разделе указываются организация, осуществляющая приобретение, а также любые необходимые трудовые договоры с высшим руководством.

**13. Выплата комиссионных и возмещение затрат.** Если Транзакция не заключена в связи с нарушением Продавцом или Компанией каких-либо обязательств по настоящему Письму, то Продавец и Компания настоящим соглашаются, что Продавец и Компания солидарно возместят Покупателю и его филиалам понесенные им прямые издержки и затраты, включая комиссионные за юридические и прочие профессиональные услуги, и другие связанные с ними затраты, понесенные в связи с подготовкой «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Покупателем», подготовкой, анализом, ведением переговоров, оформлением и представлением настоящего Письма, окончательных договоров и других документов, относящихся к Транзакции, а также к ее финансированию. Если Транзакция заключена, то Продавец и Покупатель каждый несет свои затраты самостоятельно (а Продавец несет затраты Компании). Ни одна из сторон настоящей Транзакции не несет никаких обязательств перед брокерами, связанными с данной Транзакцией, или перед теми, обязательства перед которыми несет любая другая сторона настоящего Письма. Никто из сотрудников Компании в результате данной Транзакции не получает никаких выплат, бонусов или прочих чрезвычайных компенсаций.

Это замечательный пункт, разъясняющий, кто отвечает за какие затраты. Опять же, очень полезно быть предельно конкретным.

**14. Прекращение действия.** Срок действия предложения Покупателя по настоящему Письму истекает в 12.00 дня, по времени штата Висконсин, 5 сентября 2000 г. («Дата истечения срока действия»), если Продавец и Компания не выразят согласия с условиями данного Письма, подписав и вернув Покупателю прилагаемую копию настоящего Письма, а Покупатель не получит данную подписанную копию до указанного времени. Покупатель может прекратить действие настоящего Письма в любое время, если: а) после завершения «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Покупателем» Покупателю либо его представителям станет известна любая информация, которая, по добросовестному предположению Покупателя, может в значительной мере неблагоприятно повлиять на Транзакцию или на финансовое состояние, результаты бизнеса, имущество, собственность или перспективы развития Компании, либо б) Покупатель добросовестно предполагает, что одно или несколько условий заключения сделки, указанных в настоящем документе, не выполнены. Продавец может прекратить действие настоящего Письма в любое время, по истечении 60 дней с даты его составления, том в случае, если Соглашение о покупке не заключено, или раньше. Несмотря на все вышесказанное,

а) действие настоящего Письма не прекращается, если заключение сделки задерживается исключительно в связи с задержкой в получении согласований регулирующих органов, б) действие раздела «Выплата комиссионных и возмещение затрат» не прекращается, даже если настоящее Письмо утратило силу, и в) обязательства по подпункту «В» раздела «Исключительные права» настоящего Письма не прекращают своего действия, даже если данное Письмо утрачивает силу.

В настоящем положении точно сформулировано, в течение какого срока действует данное предложение. Часто важно предусмотреть конкретные сроки по отдельным пунктам, чтобы обеспечить продвижение процесса.



**15. Обязательная сила.** В соответствии с указанными здесь условиями обязательства каждой из сторон по настоящему Письму имеют обязательную силу с момента его составления; при этом, однако, стороны признают, что обсуждены не все условия, которые будут включены в Соглашение о покупке и связанные с ним документы, и соглашаются добросовестно обсудить их, чтобы доработать указанные соглашения, в которые эти условия будут включены.

Данное письмо имеет обязательную силу, однако с учетом окончательных документов и финансирования.

**16. Объявления.** Все пресс-релизы и прочие объявления, связанные с Транзакцией, подлежат предварительному согласованию с Покупателем, Компанией и Продавцом.

Это важное положение, которое часто упускают. Будут ли подаваться какие-либо пресс-релизы? Кто будет отвечать на вопросы прессы? Каким образом информация будет доведена до сотрудников, поставщиков и клиентов? Данные вопросы имеют очень большое значение для получения объявления о сделке, задают тон операции по слиянию и могут оказать влияние на ее результат. Их следует тщательно продумать.

**17. Применимое право.** Транзакция регулируется по законодательству штата Делавэр (все законодательство, исключая коллизионное право).

Хотя данный пункт обычно не вызывает больших проблем, постарайтесь, чтобы устанавливаемая юрисдикция не относилась к штату с необычным законодательством (например Луизиана) или не была слишком неблагоприятной для юридических лиц. Обычно используется право штатов Нью-Йорк или Делавэр.

В подтверждение нашего взаимного понимания и согласия с положениями настоящего Письма, пожалуйста, подпишите данное Письмо и поставьте дату не позднее Даты истечения срока действия (указанной в Разделе «Прекращение действия», выше) в специально отведенных для этого местах ниже и верните подписанную копию нижеподписавшимся. Подписывая данное Письмо, вы подтверждаете свои полномочия на заключение данной Транзакции, а также то, что вы являетесь единственным акционером Компании (то есть других акционеров, чье одобрение может потребоваться для заключения данной Транзакции, нет).

ПОКУПАТЕЛЬ

\_\_\_\_\_  
Инвестор и Менеджеры

ПРИНЯТО И СОГЛАСОВАНО

\_\_\_\_\_ СЕНТЯБРЯ 20\_\_\_\_ г.

Генеральный директор Продавца

(или лицо, уполномоченное на подписание от имени корпорации)

Данное соглашение, очевидно, содержит в себе большое количество конкретных деталей, поэтому, чтобы подобный документ был эффективным, очень большое значение имеет участие хорошего юриста в работе над его подготовкой. В следующем разделе представлены основные вопросы, которые следует очень внимательно рассмотреть в данном документе.

## Основные вопросы соглашений с продавцом

При изучении подобных соглашений с продавцом к наиболее важным вопросам, которые необходимо рассмотреть, помимо цены, относятся компенсация, соглашения о конфиденциальности, а также заявления и гарантии, которые дает вам продавец.

### Компенсация

Очевидно, что в документах, составляемых на ранних этапах, вопрос о цене является основополагающим. Однако другим важным пунктом, который следует принять во внимание, является так называемая «компенсация» (то есть каким образом платежи подразделяются на наличные, векселя, компенсацию «из дохода» или акции). Например, возможно положение о том, что продавец получает 20–30% от сделки в виде долговых обязательств какого-нибудь типа, что может быть выгодно с точки зрения финансирования и значительно увеличить надежность вашей новой компании.

Конечно, компенсация имеет серьезное значение для сделки. Обсудим некоторые варианты. С наличными, естественно, все понятно. Вы даете продавцу деньги за всю компанию или ее часть. Существует ряд других важнейших средств, которые могут быть использованы в качестве компенсации. Рассмотрим каждое из них.

#### *Векселя на имя продавца*

Векселя на имя продавца используются, когда в счет определенной части покупной цены продавец компании берет вексель или долговое обязательство, которым владеет как активом. Векселя очень часто применяются при заключении сделок, в частности, с семейными компаниями или фирмами, финансовая история которых характеризуется неустойчивостью. Если продавец получает векселя в качестве оплаты части стоимости, это дает ему множество преимуществ.

1. Векселя в целом снижают общую стоимость финансирования транзакции. Это, как правило, дешевле в обслуживании долг, для финансирования которого не нужно обращаться в банк.

2. Векселя демонстрируют, что продавец поддерживает компанию и готов сохранить некоторую долю. Это отражает его уверенность в проекте,

что обычно является очень положительным сигналом для ваших кредиторов и других партнеров.

3. Использование векселей указывает на преемственность. Это может иметь значение, в частности, в случае семейных фирм, для того чтобы показать поставщикам, сотрудникам и клиентам, что предыдущий владелец все еще имеет долю в предприятии.

Наряду с преимуществами участия бывшего владельца, с точки зрения экономии денежных средств и обеспечения преемственности существуют и недостатки. Новый покупатель должен оценить, *хочет* ли он, чтобы бывший владелец сохранил финансовое участие в компании. В большинстве случаев это означает, что бывший собственник будет иметь право знакомиться с финансовой информацией и в некотором роде заглядывать вам через плечо. Кроме того, если дела идут не слишком хорошо, бывший владелец теперь является векселедержателем, и вы можете прийти к тому, что вам придется вести с ним переговоры о реструктуризации долга, так что вы должны очень хорошо подумать, стоят ли того экономия денежных средств и преемственность.

Зачем продавцу брать в качестве компенсации векселя? С позиций продавца, денежные средства почти всегда лучше. Векселя могут обеспечить отсрочку налогообложения по некоторым доходам от увеличения стоимости капитала, если рассматривать векселя с точки зрения продажи в рассрочку. Правила существующего налогового законодательства в этом отношении достаточно жесткие, так что вам следует изучить их вместе с бухгалтером.

Структура выплат по векселям определяется в процессе переговоров. Применяемый в настоящее время на рынке подход таков, что следует платить процент в соответствии с оценкой, близкой к первичной ставке кредитования, возможно, с надбавкой в размере 1–2% для учета риска, присущего данной ситуации. Структура выплат может быть либо в виде наличной оплаты, либо в виде «накопленных» процентов, то есть проценты оплачиваются по большему количеству векселей. Очевидно, следует просить накопления процентов, если продавец на это согласен.

Доля векселей обычно колеблется в пределах 5–25% от общей суммы покупной цены, но опять же, все зависит от того, о чем вы договоритесь. Единственное требование, которое может быть выставлено вашими банками, касается срока долга. Банки могут потребовать, чтобы срок векселя на имя продавца превышал срок задолженности по банковским кредитам. Со своей стороны банкиры хотят гарантировать, что вы не будете платить продавцу до тех пор, пока не рассчитаетесь с ними. Таким образом, если срок банковского кредита составляет пять лет, то вексель на имя продавца должен быть выдан на шесть.

*Компенсация «из дохода»*

Компенсация «из дохода» представляет собой распространенный подход, при котором оплата продавцу частично производится из будущих доходов от бизнеса. Связанная с этим теория сводится к тому, что покупатель и продавец точно не знают, каких результатов добьется компания в будущем, а если показатели очень хорошие, то продавец получает часть большой прибыли. Например, если компания получает прибыль в размере 10 млн. долл., а вы покупаете ее за 60 млн. долл. до уплаты налогов, то продавец может получить 20% прибыли до уплаты налогов сверх 12 млн. долл. в течение первых трех лет. Компенсация «из дохода» применяется часто. С позиций покупателя такой метод, вероятно, имеет смысл. Если дела фирмы идут замечательно, то продавец что-то получает. Если нет, продавец не получает ничего. Это выглядит так просто и красиво, что многие из тех, кто заключает сделки, пользуются этой возможностью. Но лично я *ненавижу* компенсацию «из дохода» и считаю, что ее стоит избегать так же, как и лечения зубного корневого канала без анестезии. Насколько сильно я не выношу компенсацию «из дохода»? Давайте подсчитаем.

1. *Продавец теперь является вашим партнером.* В случае компенсации «из дохода» продавец очень сильно заинтересован в том, чтобы вы максимально увеличили прибыль, и использует для этого самую агрессивную тактику бухгалтерского учета. Если вы принимаете решение об использовании ускоренной амортизации по части оборудования (что может оказаться правильным, хотя это и снижает прибыль), то продавец поднимет вокруг этого шум. Если ему не нравятся результаты ваших бухгалтерских отчетов, он обвинит вас в том, что они сфальсифицированы. Теперь выплата продавцу компенсации «из дохода» становится обузой, и, таким образом, от продавца можно ожидать хорошо информированного мнения практически по каждому решению, которое он будет только рад высказать, если его интересам что-то угрожает. Кроме того, учитывая длинную историю отношений внутри фирмы и за ее пределами, рассерженный продавец может доставить вам немало проблем.

2. *Компенсация «из дохода» нарушает вашу мотивацию.* Хотя кажется, что и вы, и продавец находитесь в одинаковом положении, имея одну и ту же цель максимального увеличения прибыли, на самом деле это не так. Предположим, что в середине первого года вы решили, что вам необходимо вложить значительные средства в ваш завод. Это может очень плохо сказаться на отчете о прибылях и убытках за первый год, но зато даст превосходные результаты на четвертый год — т. е. уже после выплаты компенсации «из дохода». В этом случае интересы компании и ее новых владельцев могут войти в противоречие с компенсацией продавца «из доходов». Теперь

продавец — ваш партнер, и вы не можете принимать наиболее выгодные для вас решения.

В целом компенсация «из дохода» выглядит нормально, но использование такой схемы почти всегда ведет к возникновению вопросов, связанных с учетом, проверками ваших бухгалтерских книг продавцом и принятию решений, неэффективных для предприятия. А что если вы решите приобрести фирму, в которой бывший владелец не имеет доли, а вы хотите, при этом, объединить заводы, чтобы снизить издержки? Как видим, здесь полная путаница. Лучше пойти к зубному врачу пломбировать канал.

*Соглашение о запрещении конкуренции /Договор о предоставлении консультационных услуг*

Существуют два механизма выплаты дополнительных денежных средств бывшему владельцу, которые также в целом обладают преимуществами списания деловой репутации и снижения налогооблагаемого дохода через определенный период времени. Это простые механизмы финансирования выплаты покупной цены, которые в целом выгодны для покупателя, поскольку они с самого начала уменьшают потребность в денежных средствах и дают продавцу постоянную, пусть и символическую, долю в компании. Оба механизма дают одинаковый результат, который сводится к тому, что вместо выплаты продавцу 750 тыс. долларов наличными сразу вы платите ему 250 тыс. в год за предоставление консультаций по развитию компании. В случае соглашения о запрещении конкуренции вы платите продавцу определенную сумму каждый год, в качестве встречного удовлетворения за то, что он не будет конкурировать с вами. Следует поинтересоваться мнением бухгалтеров по поводу этих методов, однако оба представляют собой осуществимые на практике способы поэтапной выплаты цены за компанию вместо того, чтобы платить все сразу.

## **Структура покупки**

В связи с любой сделкой возникают те или иные сложности с точки зрения бухгалтерского учета и налогообложения. Вообще, при разработке структуры сделки необходимо получить рекомендации высококвалифицированных специалистов по бухгалтерскому учету и налогообложению. Ваши партнеры по выкупу являются экспертами по этим вопросам и, тем самым, могут значительно увеличить ценность проекта. О тонкостях структуры сделки написаны целые книги, так что выделю здесь лишь два основных варианта, а также ряд связанных с ними проблем.

С точки зрения перспектив бухгалтерского учета и налогообложения существует четыре основных способа покупки компании. Один из них — связанный с покупкой активов, — мы уже обсуждали выше. Он

может быть применен в некоторых ситуациях. Покупка активов выгодна для покупателя, поскольку она исключает возникновение «деловой репутации», связанной с покупкой, и позволяет получить освобожденную от долгов собственность на активы без обязательств, возникающих при покупке акций. Однако продажа активов может быть очень неэффективной для продавца с точки зрения налогообложения и сама по себе очень редко используется при заключении сделок.

Все прочие способы покупки связаны с покупкой акций компании. Покупая акции, вы приобретаете все связанные с ними обязательства, поэтому для того, чтобы защитить себя после заключения сделки, необходимо составить очень подробное соглашение о покупке, предусматривающее исключительные права. С точки зрения бухгалтерского учета при обычной покупке акций вы создаете «деловую репутацию», равную части покупной цены сверх чистой балансовой стоимости компании. Поскольку «деловая репутация» списывается в зависимости от прибыли, то ее стоимость не вычитается из суммы налогооблагаемого дохода. В связи с этим наличие «деловой репутации» не слишком желательно, однако часто избежать этого невозможно. Большинство сделок имеет структуру прямой покупки акций.

Тем не менее существует два способа, позволяющих избежать возникновения «деловой репутации» при покупке. Первый способ — рекапитализация компании (изменение структуры капитала), которая возможна только в том случае, если продавец готов сохранить за собой минимум 10% акций новой фирмы. Такой подход имеет свои «за» и «против», подобные преимуществам и недостаткам векселей на имя продавца. Хотя он и свидетельствует о поддержке новой компании продавцом, в то же время продавец становится вашим «пожизненным» партнером. Несмотря на это, рекапитализация пользуется большой популярностью при заключении сделок, в частности, в таких отраслях с низкой долей собственного капитала, как технологии.

Для устранения бремени прибыли в виде деловой репутации, как правило, имеет смысл участие миноритарного партнера, владеющего неконтрольным пакетом акций, особенно если вы планируете превратить фирму в публичную компанию. Тонкости изменения рекапитализации достаточно сложны (и в этом случае необходимо получить подробную консультацию по налогам), но, в целом, суть подхода заключается в предоставлении целевой компании банковских кредитов и инвестиций, а она затем выкупает 90% акций непосредственно у действующего владельца. Таким образом, компания не «покупается», а имеет место лишь рекапитализация, и у вас не возникает деловой репутации. Не знаю, сколько времени потребуется для того, чтобы Комиссия по биржам и ценным

бумагам (SEC)/Совет по стандартам финансовой отчетности (FASB) США уделили изучению этого метода более пристальное внимание, но на сегодняшний день он работает, и им стоит активно пользоваться, если он подходит для вашей сделки.

Наконец, избежать возникновения репутации при покупке компании можно путем проведения транзакции по «объединению» предприятий. Однако для этого у вас уже должна быть другая компания, которую можно объединить с покупаемой фирмой. Правила объединения являются чрезвычайно сложными, их нельзя применить при одиночном выкупе, и мы не будем их больше касаться. Кроме того, вопрос об объединении является центром дискуссии о «бешеных» налогах (в частности, в технологическом мире), и FASB заявил, что после 31 декабря 2000 г. такая методика уже не должна применяться.

### **Соглашения о конфиденциальности**

Чтобы ознакомиться с финансовыми показателями компании, как правило, необходимо подписать соглашение о конфиденциальности (Образец такого соглашения приведен в приложении D). Продавцы, по понятным причинам, беспокоятся, что их стратегическая информация попадет в руки конкурентов. Обычно данные соглашения имеют стандартную форму. В них указывается, что только вы и ваши представители можете ознакомиться с информацией. Если сделка отменена, все материалы должны быть возвращены или уничтожены. Информация продолжает оставаться конфиденциальной в течение определенного периода, как правило, год, а иногда дольше. Кроме того, в подобных соглашениях обычно содержится требование о том, что в течение указанного периода потенциальный покупатель не может предлагать сотрудничество работникам компании.

Если вы нарушите данное соглашение, компания может затаскать вас по судам. Многие часто свысока относятся к подобным документам. Мой совет: не делайте этого. Это серьезные, важные соглашения, и относиться к ним следует соответственно.

Чего необходимо опасаться? Слишком длительное ограничение сроков по соглашению может значительно сковать ваши действия. Если продавец просит о сохранении конфиденциальности более чем на один год, должно быть, у него имеются на это серьезные причины. Учитывая скорость изменений, происходящих сегодня в мире бизнеса, большая часть информации через год утрачивает всякую ценность. Кроме соглашения о неразглашении, публичные компании часто просят заключить с ними «соглашение о бездействии». «Соглашение о бездействии» означает, что вы не можете покупать акции компании на протяжении ведения переговоров, так что по такому соглашению, вероятно, следует оговорить еще

более короткое ограничение сроков, примерно до 3–6 месяцев. Положение о запрещении конкуренции за сотрудников не должно быть слишком развернутым. В нем должно быть четко сказано, что потенциальный покупатель не может активно предлагать сотрудничество или нанимать на работу сотрудников компании. Если, однако, сотрудники увольняются по собственному желанию и хотят устроиться к вам, то у вас должно быть право нанять их.

Помните, что условия соглашения о конфиденциальности, подобно всем договорам, подлежат обсуждению. Как и при ведении любых переговоров, необходимо четко определить пункты, включение которых с самого начала имеет для вас большое значение, а также быть готовым немного отступить по менее важным вопросам, так, чтобы другая сторона получила удовлетворение, отстояв свои позиции по ряду пунктов.

Переговоры по этому простому соглашению многое скажут вам о том, каким образом будет происходить сделка, реально ли смотрят на вещи люди, с которыми вы ведете эти переговоры, а также состоится ли сделка вообще. В течение нескольких месяцев вам придется уладить с продавцом ряд очень сложных вопросов, поэтому смотрите не только на цифры. Пытайтесь разглядеть сигналы, свидетельствующие о том, насколько легко будет работать с продавцом. Обращайте внимание на «язык тела» и другие знаки.

## **Заявления и гарантии**

Заявления и гарантии продавца относятся к числу вопросов первостепенной важности, которые включаются как в письмо о намерениях, так и в окончательный договор о продаже. Продавец заявляет о том, что предлагаемые им активы имеют хорошее качество, а финансовые показатели достоверны. Продавец также подтверждает, что он управляет активами и имеет право и возможность передать их вам; что он не совершал никаких особенных действий, которые могут оказать влияние на активы или обязательства; что против него не будет начато никаких судебных процессов, кроме уже возбужденных; а также, что в ближайшем будущем не намечается никаких существенных изменений, за исключением указанных в плане мероприятий по проведению транзакции, прилагаемом к окончательному соглашению о продаже. Вы, со своей стороны, как покупатель заявляете о том, что являетесь покупателем на законных основаниях и имеете все необходимые полномочия, а также капитал, необходимый для проведения транзакции.

Естественно, что у вас как у команды менеджеров в настоящее время может не быть в наличии всех средств, необходимых для заключения сделки. Это типичная ситуация, и продавцу вы сообщаете, что занимаетесь



привлечением финансирования. То есть в настоящее время вы не владеете капиталом, необходимым для проведения сделки, но подыскиваете его. Кстати, обязательство инвестировать капитал представляет собой серьезный вопрос, который имеет точное определение в финансовых кругах. Наличие «обязательства» означает, что у вас есть договоренности с третьими лицами, которые на законных основаниях обязуются предоставить вам финансирование. Это значит, что у вас на руках есть «гарантийные письма» от финансовых организаций, которые *в настоящее время* готовы профинансировать вашу сделку. Эти письма, в которых достаточно подробно изложены условия финансирования, получить сложно. Но если сами вы не готовы выдать чек, естественно, не стоит говорить продавцу или кому-либо еще, что у вас есть готовый капитал, если подтвердить вам это нечем. Кроме того, обязательства инвестировать капитал исполняются, как правило, в конце сделки, и в большинстве случаев покупатели занимаются поиском средств почти до самого ее завершения либо до момента подписания соглашения о покупке.

В документах о продаже среди прочего указывается, каким образом после заключения сделки решаются финансовые споры, связанные с компанией и со сделкой. Даже если у вас есть сильный юрист, ориентированный на детальную проработку всех вопросов, вам необходимо уделить этому аспекту отдельное внимание с точки зрения менеджера, поскольку для разных отраслей и направлений деятельности существуют различные «пороговые значения» и сроки. Например, многие документы предусматривают определенное пороговое значение стоимости спора, начиная с которого можно возбудить иск против продавца, или же ограничение сроков возникновения ответственности продавца. Во многих случаях не рассматриваются спорные вопросы, стоимость которых в совокупности ниже определенного установленного значения (так называемой «корзины»). Продавцу вовсе не нужно, чтобы покупатель затевал грошовые споры после сделки. Если стоимость сделки составляет 100 млн. долл., можно установить корзину в размере 250 тыс. долл. и договориться с группой покупателя, что до достижения этого значения сумма их затрат по спорным вопросам будет накапливаться. Как менеджер вы можете оценить, не завышена ли или, наоборот, не занижена ли эта сумма.

Существуют и другие очень важные вопросы, которые могут быть включены в раздел заявлений и гарантий. В некоторых сделках продавец может сделать заявление, действительное в течение одного года, по истечении которого вы не можете обвинить его в несоблюдении своих заявлений и взыскать с него понесенный ущерб в денежной форме. Срок действия некоторых заявлений, в частности, относящихся к вопросам охраны окружающей среды и налогообложения, которые могут пресле-

довать вас в течение многих лет и которые, как правило, сложно оценить, устанавливается на десять лет либо не устанавливается вообще. И опять же, как управляющему вам может быть известно, что в связи с существованием бизнес-циклов проблемы могут обнаружиться не раньше, чем через 18 месяцев после перехода права собственности. В этом случае вы должны подтолкнуть продавца к тому, чтобы продлить срок действия заявлений и гарантий минимум до 24 месяцев.

Мы рассмотрели лишь несколько случаев, в которых менеджеры могут выявить стратегически важные факторы, способные повлиять на форму сделки. Тщательно проанализируйте стратегическое значение каждого составляемого документа. Не ограничивает ли он каким-либо образом вашу свободу действий как управляющего? Связаны ли с соглашением какие-либо стратегические риски?

## **Решайте сложные проблемы в самом начале сделки**

Следующий урок — один из наиболее важных во всей книге, и я получил его очень тяжелым путем, потеряв буквально миллионы долларов на десятках несостоявшихся сделок. Самое ужасное состоит в том, что всех этих затрат и связанных с ними переживаний можно было бы избежать, следуя одному, на первый взгляд, простому принципу: сложные проблемы нужно решать в самом начале сделки.

К сожалению, для человека естественно откладывать решение болезненных вопросов и конфликтов на более поздний срок. Однако в глубине души всем нам известна простая истина, что в долгосрочной перспективе дела могли бы пойти значительно лучше, если бы сложные вопросы были решены как можно раньше и основательнее. Тогда мы смогли бы двигаться дальше и наслаждаться жизнью, испытывая намного меньше стрессов от тягостного давления «темных туч». То же самое касается сделок. Только здесь цена вопроса не ограничивается лишь психологическим дискомфортом. Это стоит больших денег, а также упущенных возможностей.

В любой сделке есть сложные проблемы. На вашем пути всегда много препятствий, и многие из них появляются неожиданно. С большинством этих трудностей вы ничего не можете поделать, кроме как активно начать устранять их по мере возникновения. Однако в каждой сделке также есть и такие условия, в отношении которых уже с первого дня понятно, что они доставят немало проблем. К этим проблемам могут относиться подписание трудовых договоров с ведущими сотрудниками компании, или наличие доминирующего клиента, контракт с которым необходимо пересмотреть, или ваши намерения потребовать от продавца полного возмещения эко-

логического ущерба. Какими бы ни были эти проблемы, многие стремятся отложить их решение на заключительный этап переговоров. Тогда, по их мнению, продавец будет уже настолько поглощен процессом, что не сможет отступить. Принимать желаемое за действительное в такой ситуации просто глупо. Можно только столкнуться с дополнительными осложнениями. Изложение сложных проблем в самом начале путем включения их в подробное письмо о намерениях дает множество преимуществ. Это позволит вам следующее.

1. *Обнаружить условия, которые могут расстроить сделку.* Обсуждая сложные вопросы на первых этапах подготовки сделки, вы выясняете, какие условия могут расстроить ее, а какие нет. Во многих случаях вас удивит тот факт, что даже наиболее сложные проблемы не обязательно ведут к срыву сделки, если заявить о них заранее. Выяснив, являются ли важные для вас условия разрушительными для сделки, вы сэкономите массу времени и средств.

2. *Заслужить доверие.* Все знают о том, что сложные проблемы будут, и, указывая на них с самого начала, вы даете понять продавцу, что готовы к обсуждению на основе здравого смысла и доверия. Наоборот, если о новых сложностях будет заявлено позднее, то продавец может решить, что вы пытаетесь переиграть условия сделки, поднимая новые проблемы тогда, когда для достижения цели имеется уже практически все. Это просто разрушительная сила, которая может стремительно подорвать большую часть доверия, достигнутого в ходе «ухаживания» за продавцом.

3. *Избежать «страха перед проблемами».* Если для того, чтобы вынести на обсуждение крупную проблему, вы ждете последнего момента затянувшихся переговоров, то день за днем вам придется жить с чувством неопределенности и присущим ему «страхом перед проблемами». Намного лучше заявить о проблеме сразу и избавиться от излишней тревоги, чтобы сконцентрироваться на «нужном» беспокойстве о сделке. Это позволит вам немного спокойнее спать по ночам.

Некоторые покупатели опускают определенные проблемы при составлении письма о намерениях, надеясь на то, что все изменится к лучшему. Или же они избегают упоминания о сложных проблемах только для того, чтобы подписать письмо и обойти стороной конфликты с трудным продавцом. Это огромная ошибка, которую, однако, совершают даже наиболее закаленные участники сделок. Эти проблемы вернуться, чтобы «отомстить» вам на этапе разработки соглашения о покупке и других более подробных документов, налагающих на стороны больше обязательств. Однако тогда их будет уже сложнее решить, к тому же на тот момент вы потратите еще

больше средств на сделку и, скорее всего, вряд ли сможете их вернуть, если потерпите неудачу.

Если у вас есть плохие новости, сообщите о них как можно раньше. Выясните, а существует ли вообще возможность сделки. Если нет, то можно переходить к следующему варианту. В фирме, где я работаю, мы подробно анализируем около 500 проектов в год, в которых предлагаются добросовестные сделки, а в результате отбираем только шесть или семь подходящих. Это очень большое соотношение — один к ста. Вы не можете участвовать во всех сделках, которые появляются, даже если вас вдохновляет идея и это сделка с компанией, где вы работаете в настоящее время. Некоторые сделки не могут состояться, какой бы ни была цена. Если вы оцениваете варианты сделок, поступающие извне, то следует рассчитывать на то, что вам придется потратить минимум один год и изучить пятьдесят, а то и больше сделок, чтобы найти что-то стоящее.

Если договор о сделке с продавцом определяет, что вы вкладываете в сделку, то соглашения с партнером по выкупу устанавливают, что вы можете в результате получить. Это тема главы 7. С финансовой точки зрения условия, оговариваемые командой менеджеров с фирмой по выкупу, определяют тот доход, который они смогут получить в результате сделки. Со стратегической точки зрения менеджерам придется в течение нескольких лет следовать по тому пути, о котором они договорятся. Что же касается психологической совместимости, те «дьяволы» или «ангелы», которых вы впустите в свою жизнь в результате заключения сделки по выкупу компании менеджерами, будут как минимум несколько лет сопровождать вас, не давая вам покоя или, наоборот, оберегая от зла.

## ГЛАВА 7

---

### Покажите мне деньги

*Можно многое упустить, если вовремя не спросить.*

Английская пословица

Основатель корпорации Iconixx Стью Джонсон познакомился с Тони Форстманном, когда тот пришел к нему в офис обсудить деятельность компании Bell Atlantic, связанную с интерактивным видео. Они подружились, и Форстманн сказал, что был бы рад создать вместе с Джонсоном новую компанию, если тот уйдет из Bell Atlantic. Когда Джонсон решил выкупить у Bell Atlantic бизнес, связанный с сетевой интеграцией, он позвонил Тони и встретился с его братом Ником, который был одним из основателей легендарной фирмы Forstmann Little & Co, занимающейся выкупом компаний. Уже на первой встрече Ник Форстманн хотел обсудить условия сделки и управления новой компанией, однако Джонсон на это не пошел, сославшись на то, что сначала нужно выяснить, согласится ли на сделку Bell Atlantic. На самом деле он просто тянул время. Раньше он никогда не заключал подобных сделок и потому не знал, с чего начать и о чем просить.

«Я сказал, мол, давайте сначала посмотрим, сможем ли мы заключить сделку, — вспоминает Джонсон. — Я просто тянул время, потому что не обладал достаточными знаниями». Но учился он быстро.

Так началось приобщение Джонсона к миру выкупов. Компания Bell Atlantic в итоге не пошла на сделку, но Джонсон к этому времени очень многое узнал о том, как работать с партнерами при выкупе компаний. Спустя несколько лет, поработав с дюжиной потенциальных финансовых партнеров, он, пожалуй, знал о выкупе не меньше, чем большинство специализирующихся в этой сфере инвесторов. Он и его партнеры успели переговорить с широким кругом потенциальных инвесторов. Джонсону удалось добиться существенного прогресса при обсуждении перечней условий с некоторыми из них. К этому моменту он уже знал, какой именно инвестор ему нужен и на каких условиях.

В этой главе вы получите сведения о том, с чего начинать первую встречу с потенциальными инвесторами. Здесь приводится обзор фирм, специализирующихся на выкупах, и рассказывается о сделках, которые вам нужно с ними заключить. Мы также рассматриваем ряд ключевых документов, необходимых для этих сделок. Наконец, мы обсуждаем различные аспекты банковского финансирования. Конечно, ваш собственный опыт принесет гораздо больше, чем любые пособия, но наш обзор поможет заключать более удачные сделки и сделать первые шаги на этом поприще.

## Тяжелые уроки

Что же вынес Джонсон из опыта работы с финансовыми партнерами? Он выделяет несколько основных моментов.

*Опыт себя оправдывает.* Как и в любом деле, практика неизменно приносит свои плоды. Когда Джонсон вел переговоры с десятой по счету фирмой, он знал уже гораздо больше об инвестиционном бизнесе, чем вначале. Он понял, что хотят партнеры, к каким условиям нужно стремиться, как наилучшим образом представить свою позицию. Отчасти это было результатом целенаправленных усилий, отчасти — трудного и долгого опыта. «К тому времени, когда мы заключили сделку, мы знали, что им нужно и как нас воспринимают инвесторы, — говорил Джонсон. — Если вы не поговорите хотя бы с двумя потенциальными инвесторами, а лучше — с пятью-шестью, вы окажете себе дурную услугу». Фирмы, занимающиеся выкупом компаний, существенно отличаются друг от друга: у них разные цели и способы работы, и вы можете узнать об их особенностях и об отрасли в целом только из практического опыта. Многие фирмы работают только с компаниями из конкретных отраслей или только со сделками определенного размера, что обусловлено доступными им средствами. Вам следует понять особенности и интересы этих фирм еще до того, как вы к ним обратитесь. Вы многое узнаете, получив рекомендации от своих партнеров и знакомых. Затем вы можете запросить информацию

в интересующих вас фирмах или посетить их веб-сайты, чтобы понять, соответствуют ли они вашим целям и подходят ли для планируемой сделки. Некоторые фирмы заявят, что готовы сотрудничать с вами только на исключительных условиях. Не соглашайтесь на это — если, конечно, такие фирмы не являются вашей последней надеждой, — потому что всегда есть другие возможности. Если бы они были хорошими партнерами, то не пытались бы с самого начала связывать вас по рукам и ногам. Как и в любой сделке, очень важно иметь несколько вариантов и не полагаться только на одного партнера.

*Чем больше вы «выложите на стол», тем больше выиграете.* Потенциальных инвесторов беспокоят все возможные риски, связанные с обсуждаемой сделкой. Их время и деньги дорого стоят, поэтому они постоянно сравнивают ваше предложение с тремя десятками других. Сумеет ли эта команда добиться результата? Принесет ли сделка доход? Действительно ли этот продавец готов к сделке? Сможем мы финансировать эту сделку? Хотим ли мы работать в данной отрасли? Как и когда мы можем выйти из этой сделки? Чем больше риск, тем труднее будет заключить сделку с инвесторами и тем менее выгодными для менеджмента будут ее условия. Верно также обратное: если вы уже заключили выгодную сделку по выкупу компании и у вас есть вызывающее доверие и подписанное письмо о намерениях, которое сулит доходы, равные 5-кратной величине мультипликатора EBITDA, это означает, что вы тем самым создали большую ценность для них, и вам стоит настаивать на 25–35% вместо обычных 15%. Когда Джонсон понял, что инвесторов беспокоит вопрос о возможной интеграции риска при объединении 15 компаний, он сократил количество целевых компаний до трех. Собрав выдающуюся команду менеджеров и предложив солидную, вызывающую доверие стратегию, он сделал свое предложение значительно более привлекательным. «Постарайтесь сделать за них как можно большую часть их работы, — говорил он. — Проанализируйте конкурентную ситуацию и учтите ее при разработке стратегии». С другой стороны, такая подготовка потребует затрат, и Джонсон вместе со своим партнером Биллом Олбрайтом потратили более 30 тыс. долл. из личного капитала на предварительные исследования и создание начинающей компании. Когда пришло время нанимать команду молодых менеджеров, Джонсон хотел быть уверен, что у него будут средства для выплаты им зарплаты и покрытия расходов в течение 15 месяцев, чтобы проект начал работать. Для этого требовалось еще 3 млн. долл. «семенного» капитала, которые он в конце концов получил от венчурной фирмы, базирующейся в штате Виргиния.

*Оцените уровень конкуренции.* Компании, которые занимаются финансированием, обычно рассматривают одновременно множество сделок,

но менеджеры часто действуют так, будто их предложение — единственное. «Вам кажется, что ваше предложение, с которым работают эти парни, является единственным, потому что вы сами думаете о нем день и ночь, — говорит Джонсон. — На самом деле к ним каждые пятнадцать минут поступает новое предложение. Вы не имеете ни малейшего представления об этом потоке сделок и той работе, которая продлевается, чтобы этот поток анализировать». Для того чтобы завоевать их внимание, ваша бизнес-стратегия должна быть хорошо аргументирована и толково представлена.

*Понимание собственных преимуществ.* Джонсон был удивлен тем, насколько полезным оказался его собственный опыт и опыт его команды. Он вспомнил об одном инвесторе, который рассказывал, что он никогда не терял деньги в результате выбора неверной технологии или ошибочной оценки долговременных тенденций развития рынка — он терял их исключительно из-за плохого менеджмента. «Я стал понимать, что у меня больше преимуществ и ресурсов, чем я думал вначале, — говорит Джонсон. — Сильная команда менеджеров играет значительно большую роль, чем мне ранее представлялось».

*Правильно оцените, сколько вы стоите.* Когда один из финансовых партнеров сказал Джонсону, что он никогда не заключал сделки, в которых другая сторона получала бы более 15%, Джонсон возразил: «Но вы никогда не работали с компанией, которая бы добилась того, чего уже добились мы. Я уже сделал почти всю работу, которая, по вашему мнению, связана с рисками, и проект готов». У Джонсона была отличная и реалистичная бизнес-стратегия, он учел все риски, связанные с рынком и технологией. Единственно реальным был риск, связанный с практической реализацией этой стратегии, но у него для этого была отличная команда менеджеров. В результате партнер по выкупу согласился записать в перечне условий цифру 22%.

*Вы должны ясно представлять, что вы ищете.* Вам нужно найти партнера-инвестора, философия которого совместима с вашей собственной, и проверить, действительно ли это так. Джонсон один раз был близок к заключению сделки с финансовым партнером, который в ходе переговоров производил впечатление долговременного стратегического инвестора. Прошло несколько недель, и представители этой фирмы стали обсуждать возможности возвращения вложенных средств через 6–9 месяцев. «Я слышал от них, что их философия предусматривает создание сильной компании, — говорит Джонсон, — но мне и в голову не приходило выставить эту компанию на публичный рынок». Джонсон отказался от сотрудничества с этими любителями «снимать сливки» в пользу работы с реальным долговременным инвестором.



## **Чего на самом деле хотят фирмы, занимающиеся выкупами?**

Тщательно изучив отрасль и проведя переговоры с рядом фирм по выкупам компаний, Джонсон понял закономерности бизнеса, связанного с выкупами, и смог использовать свои знания при подготовке сделок с финансовыми партнерами. Понять, как работают фирмы, занимающиеся выкупами компаний, и их мотивацию очень важно для того, чтобы найти подход к ним, и для успешного взаимодействия с ними. В этой главе мы приводим обзор отрасли и обсуждаем образцы соглашений между менеджерами и фирмами по выкупам. Мы также проанализируем еще один важный источник финансирования сделок: банки.

Хотя фирмы, занимающиеся выкупами, отличаются друг от друга и у них разные инвестиционные стратегии, они обычно говорили своим инвесторам, что те получают как минимум 30%-ную ежегодную норму доходности. Предложения о сделках с менее выгодными условиями немедленно оказываются в мусорной корзине. Большинство фирм также хочет видеть надежную команду менеджеров, которая сможет вернуть деньги инвесторам в течение 3–5 лет. Они ищут хороших руководителей, умеющих делать деньги, о чем свидетельствуют записи в отчетах о прибылях и убытках и истории успехов в самых разных сферах бизнеса. Кроме того, они ищут людей, которым можно доверять.

### **Краткая история фирм, занимающихся прямым инвестированием и выкупами**

Вопреки общепринятым представлениям, индустрия выкупов началась вовсе не в 1980-х годах и не с компании KKR. Выкуп компаний менеджерами осуществлялся еще в начале двадцатого столетия, когда такие финансисты, как Дж. П. Морган, Чарли Аллен и Джон Д. Рокфеллер, заимствовали средства под активы намеченной к выкупу (целевой) компании для приобретения серии компаний и создания крупной корпорации. В те дни подобные сделки назывались «самообеспечиваемыми сделками», или бутстрэпингом («bootstrap» deals), а не вовсе не выкупом с использованием заемных средств (leveraged buyouts — LBO). Однако, по существу, структура этих сделок была такой же, как сейчас (хотя в те дни, вероятно, связанные с ними денежные потоки были в три раза меньше!). В середине 1970-х годов рынок выкупов был сформирован рядом компаний, которые сегодня стали крупными и известными, среди них — KKR, Clayton, Dubilier & Rice. В 1980-е годы отрасль прямых инвестиций быстро расширялась. Бум выкупов с использованием заемных средств в 1980-е годы был обусловлен, отчасти, введением в практику так называемых «бросовых облигаций». Это сделал Майкл Милкен из компании Drexel Burnham Lambert, и пиком его бизнеса стала схватка за

покупку корпорации RJ Reynolds — эта сделка стоимостью 25 млрд. долл., ставшая крупнейшим выкупом того времени, замечательно описана в книге «Варвары у ворот» (*Barbarians at the Gate*). В 1989 г., когда компания Drexel Burnham Lambert обанкротилась и рынок заемных средств иссяк, в отрасли, связанной с выкупами, начался кризис, и вплоть до 1992 г. ее рост существенно замедлился.

В то время никто не ожидал, что начнется еще одна «эра жадности», подобная той, свидетелями которой мы были в конце 1980-х годов. Но, перефразируя известную фразу Марка Твена, можно сказать, что «слухи о смерти отрасли были сильно преувеличены». Удивительно, но стабильный экономический рост 1990-х годов привел к возрождению индустрии выкупов, и скоро темпы заключения сделок, характерные для 1980-х годов, стали казаться детскими. Например, в 1996 г. сумма инвестиций по индустрии выкупов в целом превысила 18 млрд. долл. Это было выше суммы ежегодных инвестиций, рекордной для 1980-х годов. Аналитики отрасли считали, что этот рекордный уровень уже никогда не удастся превзойти. Удивительно, но существенный рост инвестиций продолжался с 1996 г. по сегодняшний день, так что в течение 2000 г. фирмам, занимающимся выкупом, удастся собрать более 90 млрд. долл. инвестиций! По оценкам отраслевых экспертов, возможности для инвестиций в этой сфере превышают сумму в 200 млрд. долл., так что у вас есть шанс осуществить *ваши выкуп*.

Для того чтобы разобраться в мотивации фирм, занимающихся выкупами, важно понять механизм их работы. Большая часть денег для подобных сделок берется вовсе не из карманов менеджеров фирм, занимающихся выкупами. Эти фирмы привлекают деньги прежде всего крупных институциональных инвесторов, особенно корпоративных и государственных пенсионных фондов. Это огромные фонды, в которых хранятся деньги пенсионеров. Так, Калифорнийский пенсионный фонд государственных служащих (California Public Employees' Retirement System — CalPERS) в 2000 г. обладал активами в размере 168 млрд. долл. Большую часть своих средств такие фонды инвестируют в акции и облигации, но обычно им разрешают помещать 5–15% своих средств в «альтернативные активы». Этими альтернативными инвестициями могут быть фонды, занимающиеся выкупом с использованием заемных средств, венчурные фонды и фонды инвестиций в недвижимость.

Такие фонды обычно дают более высокую прибыль, чем традиционные ценные бумаги и долговые обязательства, но и степень риска для данных инвестиций выше. Хотя инвестиции этого типа составляют незначительную часть портфеля инвесторов, в абсолютном выражении это огромный капитал, за который агрессивно конкурируют фирмы, выкупающие ком-

паний. Например, Пенсионный фонд служащих штата Мичиган (State of Michigan's employee pension fund) располагает примерно 40 млрд. долл., из которых примерно 4 млрд. долл. он может использовать для «альтернативных инвестиций». Такие инвесторы — хозяева, перед которыми несут ответственность выкупающие фирмы. Когда компания, занимающаяся выкупом, учреждает фонд с общим капиталом в 800 млн. долл., каждый из институциональных инвесторов берет на себя обязательство инвестировать в него определенную сумму (обычно 20–50 млн. долл.) на пятилетний период. Инвесторы понимают, что это более рискованные инвестиции, но если фирма, занимающаяся выкупом, не будет в результате своей деятельности создавать доход для инвесторов, она и сама потеряет свои деньги. Таким образом, фирмы по выкупам компаний испытывают большое давление со стороны инвесторов и вынуждены вкладывать крупные суммы с высокой нормой доходности по инвестициям, иначе они будут выбиты из бизнеса.

Фирмы по выкупам компаний возмещают свои накладные расходы и расходы, связанные с подготовкой сделок, получая комиссию за управление капиталом (плату за услуги менеджмента) в размере 1,5–2% в год от инвестированного капитала. Такая фирма обычно получает также 20% прибыли, создаваемой сделанными инвестициями (т. е. фиксированный процент вознаграждения — *carry*, или *carried interest*). Именно с этим связаны основные доходы выкупающих фирм, и именно поэтому они так заинтересованы в удачных сделках, это их «чаша Грааля». Вас это может удивить, но в фирмах, занимающихся выкупом, обычно работает всего несколько сотрудников. Например, в штате ККР, одной из крупнейших компаний в мире в этой отрасли, работает всего 40–50 человек. В нашей фирме работает только 16 специалистов, а самая распространенная численность персонала — 10–15 человек. Каждый из сотрудников не имеет ни одной свободной минуты, управляя портфелем из 10–20 компаний и одновременно отыскивая новые выгодные сделки.

Это означает, что, прежде чем возникнет новая потенциальная сделка, компания прорабатывает от 30 до 50 предложений. Специалисты фирм по выкупам получают высокую зарплату, постоянно заняты и могут уделить каждому потенциальному клиенту очень мало времени. Менеджерам, желающим выкупить компанию, в которой они работают, нужно быть очень настойчивыми в контактах с фирмами по выкупам. Как уже говорилось в главе 5, если вы хотите привлечь их внимание, то ваше представление должно быть сжатым и деловым. На бумаге ваше предложение должно занимать всего лишь несколько страниц. Если вы его делаете по телефону или при личной встрече — вам нужно уложиться в десять минут. Предположим, вы заметили, что ваше предложение не

заинтересовало представителя фирмы по выкупам. Это значит, что он уже думает о другой сделке.

Очевидно, вам очень важно знать, к каким фирмам и почему стоит обращаться. Как и любая другая развивающаяся или зрелая отрасль, индустрия выкупов разделилась на несколько сегментов, или ниш. Вам нужно, чтобы ваша сделка соответствовала тому типу, которым занимается данная фирма по выкупам, и тем размерам инвестиций, которые она обычно предпочитает. В приложении I мы приводим список некоторых фирм с комментарием относительно их специфических интересов, но вы не должны ограничиваться этой информацией — нужно собирать дополнительные сведения. У всех подобных фирм есть свои веб-сайты — лучше всего начать поиск с них.

Среди основных причин интереса к сделке фирм по выкупам можно назвать местоположение компании-цели, размер и отрасль. Значение местоположения очевидно: фирмы предпочитают проводить сделки, не требующие путешествий на дальние расстояния, — это экономит время. По этой же причине вам лучше работать с фирмами по выкупам, расположенными недалеко от вас, — вы потеряете меньше времени на разъезды, и партнер будет для вас более доступным. Второй параметр — размеры финансирования: большинство фирм работает только со сделками в определенном диапазоне. Обычно это определяется размером капитала, которым управляет данная фирма. В нашем случае, учитывая, что управляемый нами капитал 800 млн. долл., нас интересуют сделки, требующие как минимум 20, а лучше — 50 млн. долл. акционерного капитала. Наша фирма находится в Вашингтоне, округ Колумбия, поэтому мы предпочитаем сделки с фирмами, расположенными на Атлантическом побережье США. Для работы с мелкими сделками мы учредили товарищество с капиталом в размере 75 млн. долл., которое занимается сделками, требующими инвестиций в размере 3–10 млн. долл. Если для вашей сделки нужно 5 млн. долл. — обращайтесь в другие подходящие фонды, а вот если вам требуется 200–500 млн. долл., то ваше предложение может заинтересовать Генри Крависа или Теда Фортсманна.

Наконец, многие фирмы специализируются на инвестициях в определенные отрасли. Наша фирма, например, предпочитает информационные технологии, производство электроники и туризм, потому что сотрудники фирмы являются экспертами именно в этих отраслях. Другие фирмы могут специализироваться исключительно на таких сферах, как информационные технологии, здравоохранение, производство потребительских товаров или даже традиционные, низкотехнологичные отрасли. Существует и какое-то, правда небольшое, количество фирм, специализирующихся на финансировании выкупов компаний, которые радикально меняют стратегию

своего развития («turnarounds»). Еще один вариант — специализация на консолидациях отрасли, то есть поддержка «команд», проводящих серии приобретений других компаний. Как я уже говорил, просмотрите веб-сайт компаний, чтобы определить, какие сектора привлекают их внимание. Нужно, чтобы их интересы совпали с вашими. Снова повторю, что список фирм с разными интересами, работающих в различных регионах, приводится в приложении I.

### **Организуйте «мини-аукцион» для продажи ваших талантов**

Позаботьтесь о том, чтобы вести переговоры с не менее чем 5–6 фирмами. Для этого есть две причины: во-первых, это позволит вам организовать «аукцион» для продажи ваших талантов, и, во-вторых, вам нужно несколько потенциальных партнеров, потому что может оказаться так, что самая подходящая для вашего бизнеса фирма в это время будет занята работой над другими проектами. Менеджеры с хорошим послужным списком обычно привлекают больше внимания, но вам нельзя «почивать на лаврах». Фирму, финансирующую выкупы, интересуют не столько впечатления от вашего резюме, сколько наличие у вас бизнес-плана, в который стоит инвестировать. Вам нужен вызывающий доверие план, в котором четко изложена ваша стратегия, приводится оценка потенциальных доходов, стратегия завершения проекта и выхода из него.

Если ни одной из фирм ваш план не понравится, вам нужно его переработать, а вот если несколько фирм выразили к нему свой интерес — можно надеяться на то, что вы сможете заставить их конкурировать друг с другом. Если вы будете обсуждать условия сделки с 2–3 фирмами, то сможете торговаться с ними по разным аспектам сделки и заставить их играть друг против друга, чтобы выторговать для себя наиболее выгодные условия сделки. («Ваш конкурент предлагает нам финансирование в течение 3 лет. Можете ли вы предложить такие же условия?») Конечно, все это — лишняя головная боль и дополнительные переговоры, не приводящие к заключению сделки, и для инвестора, и для менеджеров, выкупающих компанию, но последние, в конце концов, смогут рассчитывать на более выгодную сделку. Инвесторы также знают, что количество переходит в качество. Единственный способ быть уверенным в том, что вы заключили лучшую сделку из возможных, — проверить несколько вариантов.

### **Подготовка перечня условий менеджмента**

Ваши взаимоотношения с фирмой по выкупам определяются рядом соглашений. Перечень условий менеджмента (management term sheet) — первый

шаг переговоров по заключению сделки. Эти несколько страниц могут представлять условия самой значимой финансовой сделки во всей вашей карьере менеджера, и поэтому к ним нужно относиться соответствующим образом. Вот в чем суть: это переговоры о том, какая доля капитала вам достанется. Как мы узнали на примере компании SAGA, эта доля может составлять десятки миллионов долларов, а может оказаться и намного меньшей, если сделка для менеджмента оказалась неудачной. Соглашение с менеджментом будет в итоге очень сложным, но основная идея проста: какой долей компании в конце концов ваша «команда» будет владеть? Получите ли вы преимущество? Что нужно сделать, чтобы этого добиться? Вам также нужно определить, какова будет индивидуальная доля собственности каждого из участников вашей «команды». Это тоже трудная проблема, она будет обсуждаться ниже в данной главе.

В прошлом сделки с менеджерами были достаточно просты: они получали от 5 до 15% компании в виде опционов на приобретение акций в будущем. Проще говоря, если инвесторы делали на этой сделке деньги, то и менеджеры получали свою долю. Это было достаточно просто. Сегодня на характер подобных сделок влияют два фактора. Первый — это количество сделок, которые могут принести доход. Поскольку капитал вездесущ, то конкуренция за хороших менеджеров стала более острой, а по закону соответствия спроса и предложения конкуренция позволяет заключать сделки на более выгодных условиях. Эта тенденция не нравится инвесторам, но она существует, и вряд ли здесь что-то изменится, поэтому вы как менеджер должны настойчиво и агрессивно использовать преимущества подобной ситуации. Второй фактор, который усилил позиции менеджеров при заключении сделок, это недавние изменения налогового законодательства, которые существенно понизили налог на прирост капитала. Теперь у менеджеров появился сильный финансовый стимул так построить сделку, чтобы она вела к высокому приросту капитала (который облагается примерно 20%-ным налогом) по всем видам ценных бумаг, принадлежащих менеджерам, вместо того, чтобы использовать сделку с традиционными опционами, которые облагаются более высоким подоходным налогом (обычно около 40%). Эта разница в налогах настолько велика, что при заключении сделок она обязательно учитывается, что более подробно обсуждается ниже в этой главе.

## **Краткий перечень условий**

Документы, которые определяют взаимоотношения между менеджерами и фирмой по выкупам, становятся все более конкретными и юридически обязывающими. Первый вариант соглашения по перечню условий между менеджерами компании Techway и фирмой по выкупам умещался на

одном листе бумаги. Он обобщал основные условия этих взаимоотношений, как показывает пример, приведенный ниже. Это довольно общий документ, определяющий доли акционеров в капитале компании, наделение правами и инвестиции обеих сторон. Этот документ необходим, прежде всего, как база для последующих дискуссий, но после того, как он согласован, становится основой для более конкретных последующих соглашений.

**Techway, Inc.**  
**Пакет выплат для стимулирования**  
**деятельности менеджмента**  
**Краткий перечень условий**  
**в целях дальнейшего обсуждения**

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| Собственный капитал                  | Менеджеры получают 15% собственного капитала в виде обыкновенных акций, чтобы сохранялось льготное налогообложение на прирост капитала.   |
| Наделение правами                    | Менеджеры получают 20% указанных акций после завершения сделки и еще по 20% каждый год — до тех пор, пока на четвертый год после заключения сделки не получат свою долю акций полностью.                                    |
| Инвестиции                           | Менеджеры инвестируют капитал на общую сумму 750 тыс. долл. на тех же условиях, что и инвестор.   |
| Текущее вознаграждение               | Будет обсуждаться. Инвестор сохранит существующие компенсационные программы.  |
| Льготы                               | Проблема льгот в целом и ее отдельные аспекты требуют пояснения.  |
| Вознаграждение при завершении сделки | Менеджерам будет выплачено окончательное вознаграждение в размере 15% от вознаграждения инвестора; 100% этого вознаграждения после уплаты налогов будет инвестировано в транзакцию в дополнение к упомянутым ранее активам. |
| Вознаграждение инвестора             | Инвестору будет выплачено окончательное вознаграждение в размере 1% от общей суммы транзакции и ежегодное вознаграждение за управление в размере 250 тыс. долл.   |
| Роль инвестора                       | Инвестор должен инвестировать 100% собственного капитала и взять на себя финансирование долга вместе с одним из своих партнеров-кредиторов.   |

Согласовано в принципе

Подпись представителя менеджмента    Подпись инвестора

Дата:

Этот пример перечня условий для сделки по компании Techway — короткий, четкий и ясный, каким он и должен быть. Конечно, от него до заключения сделки еще долгий путь, но он содержит ряд основных принципов. Кто разрабатывает этот примерный список? Обычно перечень условий составляет фирма по выкупам и затем согласовывает его с менеджерами. Нужно ли вам вести по нему переговоры? Безусловно. Здесь применяется то же самое правило: выдвигайте свои требования, и, поверьте мне, вы ничего не получите из того, чего не будете требовать. На этой стадии у вас еще много преимуществ, поэтому вы можете вести переговоры достаточно агрессивно.

## Доработка перечня условий

После того, как готова первоначальная версия перечня условий, нужно ее доработать. Менеджеры и инвесторы будут многократно пересматривать этот список, выдвигать предложения и контрпредложения, добавлять в него и исключать из него различные пункты. Каждый из элементов первоначального соглашения сохраняется, но после каждого следующего обсуждения он обрastaет дополнительной «плотью», пока вы не получите более содержательный и подробный так называемый «меморандум о взаимопонимании», пример которого приводится ниже. Для этого требуется больше времени, внимания и более высокий уровень детализации. Один важный совет: не давайте окончательного согласия работать с данной фирмой по выкупам, пока вы не ознакомитесь с *полной версией* меморандума о взаимопонимании. До этого момента вы должны продолжать переговоры и с другими фирмами. Это подсказывает простой здравый смысл, поскольку первоначальный перечень условий — слишком схематичный документ, чтобы основывать на нем самую важную сделку в вашей карьере.

Постоянно спрашивайте представителей фирмы по выкупам, есть ли еще какие-нибудь пункты, которые они хотят включить в перечень условий? Достаточно ли он полный? Может быть, нужно что-то *еще*? Обсудите все это за столом переговоров. Существует много проблем, которые нужно рассмотреть в этом важнейшем документе, как показано в аннотации к приведенному ниже примеру Меморандума о взаимопонимании.

## Соглашение с менеджментом компании Techway по перечню условий сделки Меморандум о взаимопонимании

### I. Введение

Компания Techway будет рекапитализирована группой инвесторов под руководством основного Инвестора и некоторыми другими инвесторами, Продавцом



и ведущими руководителями (когда речь идет об отдельных лицах, их называют «Исполнительный менеджер», а обо всей группе — «Исполнительные менеджеры») для того, чтобы создать ведущую компанию, предоставляющую услуги в сфере информационных технологий, и управлять ею.

Это обзорный раздел, в котором приводится некоторая важная информация. В нем указывается, как обсуждалось в главе 6, что сделка будет структурирована как «рекапитализация», что, по существу, является покупкой, но такая структура сделки часто используется, особенно при сделках с технологическими компаниями. В данном случае из бухгалтерского баланса при покупке исключается графа «деловая репутация», или «гудвилл». Для того чтобы провести рекапитализацию, продавец должен после заключения сделки о продаже владеть не менее чем 10% компании. У такой структуры сделки есть свои «за» и «против», что обсуждалось в главе 6, но она, в любом случае, — полезный бухгалтерский инструмент. Проконсультируйтесь с вашими бухгалтерами, подходит ли рекапитализация в вашем случае.

## **II. Роль Инвестора**

Инвестор предоставит существенный акционерный капитал и поддержку для создания и развития компании Techway. Инвестор вначале предоставит достаточный акционерный капитал, чтобы провести рекапитализацию компании Techway (далее «Рекапитализация»), и Инвестор предоставит и обеспечит 100% денежных средств, необходимых для покупки той части акций компании Techway, которая не будет приобретена Исполнительными менеджерами или сохранена Продавцом. Кроме того, Инвестор предполагает, что он будет тесно сотрудничать с Исполнительными менеджерами при разработке бизнес-плана, при привлечении банковского и других видов финансирования для Techway, при посещении и анализе возможных объектов покупки и поможет вести переговоры для успешной покупки первоначальной компании.

Этот раздел также понятен. При переговорах с инвесторами, в первую очередь, нужно убедиться, что у них действительно есть необходимые активы и капитал, чтобы финансировать вашу сделку. Если у фирмы нет выделенного для этой цели капитала или она не собрала его полностью, будьте осторожны и постарайтесь четко выяснить, откуда возьмутся эти деньги. Привлечь собственный капитал трудно, и вам гораздо лучше работать с фирмами, которые им располагают.

## **III. Роль Исполнительных менеджеров**

Исполнительные менеджеры будут продолжать работать на прежних должностях в компании Techway, если Исполнительные менеджеры и Инвестор не решат изменить этот порядок. Каждый из Исполнительных менеджеров будет подотчетен совету директоров компании Techway. Менеджеры первоначально коллективно инвестируют в Techway не менее 750 тыс. долл. (включая фиксированный процент вознаграждения менеджмента, описанный ниже, в разделе VI) или большую сумму, если таково будет решение Исполнительных менеджеров. Все инвестиции, описанные выше, должны быть сделаны Исполнительными менеджерами в период Рекапитализации.

Основной вопрос здесь — ваши инвестиции в размере 750 тыс. долл. Как бы то ни было, это большие деньги. Здесь возникает много вопросов. Во-первых, сколько денег вы готовы внести в эту сделку? Их должно быть столько, чтобы вы чувствовали себя комфортно. Не стоит закладывать собственный дом и чрезмерно напрягать ваши финансовые средства, чтобы увеличить этот капитал. Сумма должна быть такой, чтобы убедить инвесторов, что вы настроены серьезно и участвуете в этой игре. Некоторые фирмы любят заставлять менеджеров вкладывать в сделки большие личные капиталы. Прямо и открыто обсудите этот вопрос с инвесторами, чтобы выяснить, какова их позиция. Наконец, если у вас нет сейчас наличных средств, но вы хотите вложить деньги в сделку, фирма по выкупам, как правило, может дать вам кредит из средств вновь создаваемой компании под вполне удовлетворительный процент. Это заем с правом регресса, или оборота (recourse loan), который означает, что, если сделка сложится неудачно, вам придется его выплачивать из ваших личных средств. Поэтому будьте осторожны, чтобы не поставить себя в опасную финансовую ситуацию.

#### **IV. Совет директоров**

Совет директоров компании Techway после Рекапитализации будет включать одного Исполнительного менеджера и четырех представителей Инвестора. Председателем Совета будет представитель Инвестора. Количественный состав Совета может увеличиваться по мере роста компании Techway, и в будущем в него могут войти руководители приобретенных компаний или другие влиятельные лица, но при этом большинство членов Совета должно представлять Инвестора. У Совета директоров должно быть право утверждать все материальные транзакции компании Techway, включая, без всяких исключений, приобретения и продажи, источники кредитования, трудовые договоры с Исполнительными менеджерами, бюджеты, капитальные затраты и крупные контракты.

В дополнение к составу и роли Совета директоров есть еще целый ряд вопросов управления, которые могут обсуждаться в данном разделе или, как это рассматривается ниже, — в официальном соглашении о покупке. Очевидный вывод: поскольку инвесторы вкладывают в сделку большой капитал, они будут контролировать Совет. У вас не должно быть на этот счет никаких заблуждений — именно они, инвесторы, будут контролировать Совет директоров. И, как я уже говорил раньше, сделка похожа на свадьбу: лучше заранее узнать людей, с которыми вы окажетесь в «супружеской постели».

#### **V. Финансирование**

А. Обязательства. Инвестор обязуется инвестировать до 45 млн. долл. в компанию Techway для ее Рекапитализации и покупки других нужных компаний. У Инвестора будет право переадресовать до 25% своих обязательств компаниям или любому другому инвестору (инвесторам), включая Techway и продавцов других приобретенных компаний (в совокупности они называются «Продающие акционеры»).

Вам не стоит слишком беспокоиться по поводу этого пункта и относительно права передавать часть финансирования компаньону Инвестора, но вам стоит спросить, почему они решили включить этот пункт в контракт и кого конкретно они имеют в виду.

- Б. Дополнительные будущие инвестиции, помимо указанных в обязательствах. Если Инвестор инвестирует дополнительные средства свыше оговоренных 45 млн. долл., то они распределяются между привилегированными и обыкновенными акциями в соотношении, описанном ниже в разделе В, и все приобретенные активы и Фиксированный процент вознаграждения менеджеров (как определяется в разделе VI, ниже) будут скорректированы пропорционально.

Это важный пункт, и он должен быть обязательно включен в перечень условий. Главное здесь состоит в том, что, если сделка потребует дополнительных инвестиций — в тех случаях, когда она реализуется недостаточно успешно или требует других приобретений, — доля акций компании, которой вы владеете, снизится.

- В. Формы инвестиций. За исключением Фиксированного процента вознаграждения Менеджеров, все инвестиции Инвестора, Продавца и Исполнительных менеджеров будут представлены комбинацией конвертируемых привилегированных акций (далее «Привилегированные акции») и обыкновенных акций (далее «Обыкновенные акции»). Они распределяются в следующем соотношении: на каждые 34 долл. в привилегированных акциях приходится 1 долл. в обыкновенных акциях. Привилегированные акции подлежат конвертации или выкупу после: а) первоначального публичного предложения акций компании (IPO) или б) продажи компании Techway.

В этом разделе обсуждается соотношение привилегированных акций и обыкновенных акций в структуре собственного капитала компании. Основная цель — дать возможность менеджерам использовать преимущества снижения налога на прирост капитала для своих инвестиций. Такая структура капитала — это уступка со стороны Инвесторов и большая выгода для вас. Все ваши деньги помещаются в обыкновенные акции, которые дадут вам 15% собственности всего за 750 тыс. долл. в 100-миллионной сделке. Благодаря этому вы получаете возможность, инвестировав относительно небольшую сумму, получить существенную долю собственности.

Важно понимать, что привилегированные акции не дают права голоса, но обычно приносят высокий процент дохода (в данном случае 15%, что типично). Обыкновенные акции не приносят такого дохода. Это значит, что стоимость привилегированных акций будет расти на 15% в год, и если ваша команда менеджеров не обеспечит по крайней мере 15%-ную доходность всего собственного капитала (в данном случае 50 млн. долл.), то стоимость ваших инвестиций в обыкновенные акции будет размываться и в итоге может вообще стать нулевой. Это справедливо, так как, если ваши инвесторы не будут получать 15%-ный доход на инвестированный капитал, это значит, что вы плохо управляете компанией. Это показывает, как собственный капитал на основе заемных средств («левереджа») может работать как на вас (вы получаете преимущества налогообложения на

прирост капитала), так и против вас (если вы не обеспечиваете нужные показатели доходности, то можете потерять все) — т. е. по принципу «на щите или со щитом».

## VI. Фиксированный процент вознаграждения менеджеров

А Вознаграждение менеджеров в обыкновенных акциях. В общей сложности 15% всего собственного капитала в обыкновенных акциях компании Techway (за исключением доли собственного капитала, приобретенной Исполнительными менеджерами) будет зарезервировано для Исполнительных и других менеджеров компании Techway (далее Фиксированный процент вознаграждения). Фиксированный процент вознаграждения приобретается на средства из 750 тыс. долл., инвестируемых Исполнительными менеджерами. Менеджеры получают права на Фиксированный процент вознаграждения в зависимости от времени работы (50%) и результатов работы\* (50%). Эти права распространяются на весь приобретенный собственный капитал, в указанной выше пропорции. Цель Фиксированного процента вознаграждения состоит в том, чтобы дать возможность Исполнительным менеджерам получить существенную долю собственности компании при умеренных капиталовложениях с их стороны. Поскольку Фиксированный процент вознаграждения выплачивается в акциях, а не в опционах, то он также подпадает под положение о льготном налогообложении прироста капитала, более выгодном, чем обычный подоходный налог.

Самый важный элемент данного соглашения — Фиксированный процент вознаграждения — это доля обыкновенных акций (в данном случае 15%), которая предоставляется менеджерам компании. Они получают на нее права с течением времени и/или достижения определенных результатов. Как уже говорилось, это дает возможность руководителям компании получить существенную долю собственности, инвестируя умеренный капитал.

Почему менеджеры получают именно 15%? Это, конечно, самое важное число во всей вашей сделке. Как я уже упоминал ранее, обычный диапазон вознаграждения — это 5–15%, и он определяется многими факторами, в частности добавленной стоимостью, обеспеченной менеджерами в процессе подготовки сделки. Стоит ли вам просить более высокий процент, если вам предлагают 15%? Обязательно. Снова повторю: вы не получите того, чего вы не попросите или не потребуете. Просите по максимуму и требуйте гарантий, будьте агрессивны — именно этот показатель определяет, что вы зарабатываете на этой сделке.

Давайте обсудим «наделение правами в зависимости от времени» и «наделение правами в зависимости от результатов работы». Очевидно, что предоставление прав по истечении определенного срока более выгодно для вас, чем предоставление прав в зависимости от результата работы,

\* В специальной литературе используются термины «наделение правами» (vesting); в данном случае — «наделение правами в зависимости от времени» (time vesting) и «наделение правами в зависимости от результатов работы» (performance vesting). — Прим. ред.

потому что при первом варианте вам достаточно просто «дожить» до определенного срока, чтобы получить свою долю собственного капитала. Доля в 50%, которая приходится на этот вариант в приведенном примере — величина чисто произвольная, о которой нужно вести переговоры. Постарайтесь увеличить долю вознаграждения, получаемую по истечении определенного срока, до 60–70%, но, с другой стороны, чем больше будет доля вознаграждения, зависящая от финансовых результатов работы компании, тем выше будет соответствие между вашими интересами и интересами инвесторов и доля собственного капитала, которую вы получите в целом.

- Б. Наделение правами в зависимости от времени. Из Фиксированного процента вознаграждения менеджеров 50% им будет выплачено по истечении определенного срока (периода наделения правами). В общем случае эта доля вознаграждения будет выплачиваться Исполнительным менеджерам в течение пятилетнего периода со дня Рекапитализации — по 20% ежегодно по истечении каждого следующего года после даты Рекапитализации, если Исполнительный менеджер продолжает работать в компании. Права на эту долю акционерного капитала предоставляются Исполнительным менеджерам полностью (100%), если а) происходит продажа компании; б) данный Исполнительный менеджер увольняется по причинам, не связанным с «оговоренными причинами» или «результатами его работы», в течение года после первоначального публичного предложения акций компании; или в) при смене управления компанией Techway.

Важное свойство этой доли вознаграждения менеджеров состоит в том, что она зависит только от истечения оговоренного срока (периода наделения правами). В приведенном примере менеджеры получают ее полностью по истечении пяти лет. Условия наделения правами очень важны для инвесторов и управления сделкой. Очевидно, что это стимул, побуждающей менеджеров оставаться в компании. Чаще всего менеджеры получают свое вознаграждение за четыре года, но иногда этот период увеличивается и до семи лет. Срок определяется в ходе переговоров. Иногда можно договориться о трехлетнем, но типичен четырехлетний срок. Например, для менеджеров компании Microsoft период наделения правами — четыре с половиной года.

График наделения правами может быть достаточно сложным. Он может быть ежедневным, что хорошо для вас, ежегодным или даже «пиковым» — когда права предоставляют только по истечении всех четырех лет (последнего варианта вам следует избегать). Запрашивайте более короткий срок с ежедневным наделением правами, и посмотрите, что у вас получится. Кроме того, у вас должна быть защита ваших инвестиций против злого умысла. Эта защита необходима, потому что Инвесторы, контролируя Совет директоров, имеют «все козыри на руках» и, в принципе, могут уволить вас на следующий день после заключения сделки. По этой причине вы должны заранее обсудить все гарантии на случай вашего увольнения (например выплату годовой зарплаты). Кроме того, в договоре должен быть пункт, согласно которому, если менеджера

увольняют против его воли без веской причины, то ему досрочно предоставляются права на причитающуюся ему долю акций. Стандартный подход в этом случае — получение менеджером, когда его увольняют без веской причины, 20% причитающихся ему акций в течение первого года после заключения сделки. В этом случае вы все-таки получите часть Фиксированного процента вознаграждения за вашу упорную работу при подготовке сделки.

- В. Наделение правами в зависимости от достижения результатов. Доля 50% Фиксированного процента вознаграждения будет получена в зависимости от достигнутых результатов. Исполнительный менеджер получает эту долю вознаграждения полностью, если а) Инвестор получает ежегодно оговоренный доход на свои инвестиции (внутренняя норма доходности — ВНД) или б) данный Исполнительный менеджер продолжает работу в компании Techway через десять лет после даты Рекапитализации. Доля вознаграждения в зависимости от достижения результатов выплачивается по следующему графику.

| <i>Процент акций, получаемых<br/>при наделении правами в зависимости<br/>от результатов работы</i> | <i>Внутренняя норма<br/>доходности инвестора (ВНД)</i> |
|--|--|
| 20%  | 30% ВНД  |
| 30%  | 31% ВНД  |
| 40%  | 32% ВНД  |
| 50%  | 33% ВНД  |
| 60%  | 34% ВНД  |
| 70%  | 35% ВНД  |
| 80%  | 36% ВНД  |
| 90%  | 37% ВНД  |
| 100%   | 38% ВНД  |

Эту часть вознаграждения менеджеры получают в зависимости от достижения заранее обговоренных результатов. Например, эта вторая часть вознаграждения выплачивается полностью, если фирма достигает уровня в 38%-ную норму доходности на инвестированный капитал. Вы спросите, почему именно 38%? Эта цифра — произвольна и была определена в ходе переговоров. Для полной выплаты вознаграждения некоторые наши сделки предусматривают норму доходности 40%, а другие — 50%. Эта часть Фиксированного процента вознаграждения — очень важный вопрос: инвесторам очень нравится именно этот раздел, потому что он увязывает ваши интересы с их интересами. «Покажите мне высокую норму доходности на инвестиции!» — думают они. Именно эта тема в переговорах о вашем вознаграждении с инвесторами требует от вас больших усилий, и, я надеюсь, что вы будете вести переговоры на эту тему более чем с одной фирмой, нуждающейся в ваших услугах. Как мы обсуждали ранее, большинство инвесторов, выкупающих фирмы, стремятся получать 30–35%-ную ежегодную норму

доходности на инвестированный капитал. Если вы обеспечите 50% — вы герой, соответствующим будет и ваше вознаграждение.

Выплачивая эту долю вашего вознаграждения, Инвесторы могут быть щедры, особенно если фирма действительно дает прибыль. Но для того, чтобы получить это вознаграждение, вам нужно его попросить. Чтобы выиграть в лотерею, нужно сначала купить билет. Многие менеджеры просто не догадываются попросить для себя «исключительные гарантии», но, если они попросят, то партнеры-инвесторы достаточно легко на это согласятся. Если вы покупаете компанию, выплачивая по 1 долл. за акцию, то менеджеры вполне могут выговорить для себя право на покупку дополнительных акций по 3–5 долл. за акцию, если достигнут определенной нормы доходности инвестиций. Если инвесторы получают от данной сделки 50% дохода от сделки на инвестиции, то менеджеры могут получить в свою собственность еще 5% акций. Почему не 10%? А вы не получите 10%, если не попросите об этом! Это огромные деньги, но, учитывая, что весь «пирог» так велик, партнеры по выкупу вполне могут уступить вам этот «кусочек». Они понимают, что такой экстраординарный стимул может действительно заставить менеджеров добиться подобных исключительно успешных результатов. Попробуйте. Это именно тот раздел контракта, в котором можно ставить большие цели.

Соглашение должно также предусматривать права при «разбавлении» собственного капитала и при обратной покупке. Если контракт по найму Исполнительного менеджера прерывается, то Инвестор получает возможность выкупить долю менеджера. Это сложная, но важная часть соглашения и, как и в случае со всеми другими документами, вам следует предоставить эти разделы соглашения для тщательного изучения вашим юристам. Если вы уходите из компании, то судьба ваших инвестиций на сумму в 750 тыс. долл. будет обусловлена описанными в контракте условиями наделения правами в зависимости от времени и наделения правами в зависимости от результатов работы. Если к этому времени вы получили только 20% от оговоренной доли акций (это значит, что вы проработали только один год), то у инвесторов будет право (одностороннее) выкупить у вас обратно ваши акции по той стоимости, по которой вы их приобрели. Это будет вашим наказанием в том случае, если вы оставляете фирму. При этом, если сделка развивается успешно, инвесторы могут выкупить ваши акции, если нет — они могут вам их оставить. Обычно у них будет примерно месяц после вашего ухода из фирмы, чтобы решить, выкупать ли ваши акции или оставить их вам. Большие ставки, большие риски, сложные структуры — вот таков мир сделок по выкупу фирм.

- Г. Продажа акций третьей стороне. Если компания Techway продает или выпускает акции для третьей стороны (например, для кредиторов, первоначального публичного предложения или для того, чтобы отвечать по долговым обязательствам), то доли всех текущих держателей акций и Фиксированный процент вознаграждения менеджеров при таком дроблении собственного капитала подвергнутся разбавлению pro rata (пропорционально — лат.).

Ясное и четкое условие, и в документе должно быть конкретно указано, что при разбавлении собственного капитала в будущем это будет касаться всех участников сделки. Некоторые инвесторы /менеджеры считают, что они должны быть застрахованы от подобного разбавления, но в реальной рыночной ситуации такой защиты просто не существует.

## VII. Собственность

- А. Рекапитализация. По окончании Рекапитализации Инвестор и Исполнительные менеджеры приобретут примерно 90% обыкновенных акций компании Techway у Продавца. Таким образом, структура собственного капитала в обыкновенных акциях компании Techway будет следующей:

Инвестор /Исполнительные менеджеры — 90%

Продавец — 10%.

Сразу после такого приобретения Techway структура собственного капитала компании будет преобразована в два типа акций: привилегированные акции и обыкновенные акции. Каждая существующая обыкновенная акция компании Techway будет обменена на новые акции в следующем соотношении: 10 обыкновенных акций и 90 привилегированных акций. Процент собственности всех акционеров (включая Продавца) в каждом классе акций будет таким, как указано выше.

Немедленно после приобретения компании Исполнительные менеджеры купят обыкновенные акции, которые входят в их Фиксированный процент вознаграждения. После покупки этих акций Исполнительные менеджеры в соответствии с пунктом 83 (b) Налогового кодекса США 1986 г. и с учетом последующих поправок оформят это приобретение.

Это напоминание всем Исполнительным менеджерам: необходимо указать в своих налоговых декларациях приобретенные акции в соответствии с пунктом 83 (b), для того чтобы гарантировать, что ваши инвестиции будут облагаться налогом по статье «прирост капитала». Позаботьтесь о том, чтобы ваш личный бухгалтер вовремя узнал о вашей покупке и оформил документы соответствующим образом.

- Б. Собственность. Полностью разбавленная собственность на акции компании Techway после завершения Рекапитализации (включая Фиксированный процент вознаграждения) будет следующей.

|  | <i>Процент приобретенных<br/>обыкновенных акций (%)</i> | <i>Процент приобретенных<br/>привилегированных акций (%)</i> |
|--|---|--|
| Инвесторы                                  | 76,50   | 90,00  |
| Продавец                                   | 8,50  | 10,00  |
| Фиксированный<br>процент<br>вознаграждения | 15,00   | 0,00   |
| Всего                                      | 100,0   | 100,00   |

*В этом разделе описано соотношение привилегированных/обыкновенных акций.*



- В. Обратная покупка акций. Если кто-то из менеджеров по какой-то причине покидает компанию Techway, то у компании есть право выкупить ту долю Фиксированного процента вознаграждения этого менеджера, права на которую он еще не получил, по первоначальной продажной цене. Однако цена обратной покупки должна соответствовать реальной рыночной цене акций (то есть она определяется как: мультипликаторы, рассчитанные по результатам недавних продаж сопоставимых компаний  $\times$  EBIT (доход до уплаты налога) + наличные поступления – долг – привилегированные акции или рыночная цена после первоначального публичного предложения), что относится к тем акциям, права на которые менеджер уже приобрел (по истечении оговоренного периода наделения правами или в результате наделения правами в соответствии с показанными им результатами).

В этом пункте оговаривается право Инвестора выкупить акции по их первоначальной или рыночной стоимости, как показано выше.

- Г. Право первого отказа\*. Компания Techway и Инвестор получают право преимущественной покупки при продаже любых акций Исполнительными менеджерами или менеджментом.

Это стандартный пункт. Компания всегда получает право преимущественной покупки акций третьей стороны.

### VIII. Команда менеджеров /компенсация

- А. Наем на работу. Каждый Исполнительный менеджер в соответствии с обычным правом подписывает с компанией трудовой договор, условия которого приемлемы для Исполнительного менеджера, Инвестора и компании Techway. Трудовой договор каждого Исполнительного менеджера с компанией Techway вступит в силу в момент завершения Рекапитализации компании и будет действовать в течение трех (3) лет после этой даты, а также будет автоматически продлеваться еще на один год, если одна из сторон не предупредит о намерении расторгнуть контракт за шесть (6) месяцев до окончания его срока.

Трудовые договора (см. пример в приложении А) снова вошли в моду и предусматривают определенные гарантии для обеих сторон. Большинство фондов прямого инвестирования не любит такие контракты, так как они накладывают на инвесторов определенные ограничения, но если менеджеры хотят заключить подобный договор, то фирма по выкупам обычно идет им навстречу. Менеджерам такой договор дает гарантии, что они продолжат работать в компании, а если расстанутся с ней, то условия ухода будут определены заранее. Инвесторы также хотят быть уверенными, что команда менеджеров не уйдет из фирмы, как только сделка по выкупу будет завершена. Перечень условий менеджмента обычно оговаривает тот период, в течение которого генеральный директор останется на своем посту и будет членом или председателем Совета директоров компании.

\* Право первого отказа (right of first refusal) — право кого-либо на получение первого предложения на использование чего-либо (до предложения этого другим людям). — Прим. ред.

Менеджеры компании Techway договорились о минимальном трехлетнем сроке работы, после окончания которого договор будет автоматически продлеваться еще на один год, если одна из сторон не представит за 60 дней до его окончания письменное уведомление о прекращении трудового договора. В трудовом договоре будут также определены основное вознаграждение и премии для Исполнительных менеджеров и условия и критерии их ежегодной аттестации.

В договоре также могут предусматриваться обязательства для менеджеров не переходить на работу к конкурентам в течение какого-то периода, обычно эти обязательства действуют до окончания ранее оговоренного срока контракта или в течение двух лет после расторжения контракта.

- Б. Компенсация. Необходимо провести тщательный анализ существующей системы материальной компенсации, существующий уровень зарплата будет сохранен, а если это обосновано, то увеличен, чтобы соответствовать зарплатам в сопоставимых фирмах, работающих в области информационных технологий. Исполнительным менеджерам будут выплачиваться Основная зарплата и Бонус (премия). Основная зарплата каждого Исполнительного менеджера будет ежегодно пересматриваться и утверждаться Советом директоров компании. Бонус будет представлен в виде диапазона и рассчитываться на основе процентов от Основной зарплаты Исполнительного менеджера, соответствующей его должности. В целом предполагается, что Бонус может составлять 50–120% от Основной зарплаты Исполнительного менеджера (в зависимости от его должности) и будет, в первую очередь, определяться достижением заранее установленных и согласованных финансовых показателей, а, во вторую очередь, — индивидуальным вкладом данного менеджера. Размер фонда, выделяемого на выплату бонусов, будет определен при участии Совета директоров. Генеральный директор компании будет обладать преимущественным правом определения показателей эффективности деятельности и распределения бонусов.

Для менеджеров важно четко обсудить эту проблему, так как некоторые инвесторы любят «срезать» вознаграждение и существующие «компенсационные пакеты» менеджеров. Как и все остальные проблемы в ситуации выкупа, вам следует обсудить все разногласия как можно раньше, чтобы к моменту заключения сделки не было никаких недоговоренностей.

- В. Льготы. Существующие программы льгот тщательно рассматриваются, все Исполнительные менеджеры получают стандартные льготы, включая медицинскую страховку, право на получение пенсии (в соответствии с пунктом 401 (k), отпуск и другие льготы, которые предоставляются по решению Совета директоров.

Стандартный пункт, но ему стоит уделить внимание. Какие конкретные льготы включены в пакет? Спросите об этом у ваших партнеров.

- Г. Увольнение и отставка. Если менеджера увольняют после окончания Рекапитализации по причине, не предусмотренной оговоренными условиями досрочной отставки («Cause»), он получает выходное пособие в размере 12-месячной оплаты и разрешение на пользование соответствующими

льготами за тот же период. Если же он увольняется по причине неэффективной работы («Performance Cause») (определяется как выполнение операционного бюджета за любые 12 месяцев работы лишь на 80%), то менеджер получает выходное пособие и льготы за три месяца. Если Исполнительного менеджера увольняют по причине, соответствующей оговоренным условиям, он может не получить выходного пособия.

Трудовой договор также определяет размер выходного пособия в случае увольнения менеджера по причинам, не предусмотренным в трудовом договоре («without cause»). В этом случае он обычно получает плату за срок, оставшийся до прекращения действия трудового договора, или за 1 год. Если менеджера увольняют за плохие результаты работы, он обычно получает компенсацию за более короткий период, а если его увольняют по причинам, оговоренным в трудовом договоре, или если он сам разрывает контракт, то выходное пособие, как правило, вообще не выплачивается. Очень важно знать и подробно обсудить с вашими партнерами по выкупу, какие именно результаты вашей работы они сочтут неприемлемыми. Какие это цифры? Определите их четко и конкретно. Это вовсе не значит, что вы не уверены в себе: это значит, что вам нужны четкие ориентиры, чтобы вовремя понять, что дела идут плохо. Обратите внимание, что в контракте Techway четко определено, какое отклонение от запланированных результатов считается неприемлемым (если план выполняется только на 80% или еще хуже). Это дает четкие ориентиры для обсуждения в том случае, если компания не достигает поставленных целей. В некоторых случаях инвесторы могут считать неприемлемым уже 10%-ное отклонение от запланированных показателей или даже 5%-ное отклонение. Все это должно быть четко определено заранее, иначе потом возникнут проблемы. В общем плане 10-15%-ное отставание — это действительно критический показатель, потому что в этом случае у вас начнутся проблемы с банками.

#### **IX. Расходы и комиссионные**

Компания Techway возместит Инвестору обоснованные судебные издержки, связанные с финансированием сделки или оформлением и реализацией права собственности Инвестора, а также его расходы на участие в работе Совета директоров и других совещаниях, относящихся к работе компании. Инвестор также получит комиссионные за подготовку транзакции — в размере 1% от стоимости активов (кредитов и акций), принадлежащих компании Techway. Компания Techway возместит Исполнительным менеджерам обоснованные судебные издержки, связанные с управлением компанией, после завершения ее Рекапитализации.

Еще одна важная проблема, которой нужно уделить внимание при подготовке перечня условий менеджмента, — это комиссионные и их распределение. Большинство фирм по выкупам (хотя и не все) берут комиссионные за завершение сделки или консультации. Эти вопросы нужно четко обсудить, чтобы потом не было сюрпризов. Обычно комиссионные фирм по выкупам составляют 0,5–1% от стоимости сделки на момент ее заключения, но некоторые фирмы требуют более крупных

комиссионных. Вам нужно с этим разобраться как можно раньше и все обсудить с вашими партнерами.

Если вы ведете переговоры одновременно с несколькими фирмами по выкупу, это вам поможет. Как уже упоминалось ранее, в этом случае вы можете устроить среди них «мини-аукцион» и заставить их конкурировать друг с другом. Комиссионные, акции и другие факторы будут вашим «козырем» в этих дискуссиях. Если инвестор А требует комиссионные, которых инвестор Б не требует, то вы можете предложить инвестору А отказаться от этих комиссионных. Он, конечно, может не согласиться, но если вы не будете настаивать на уступках, то точно ничего не добьетесь.

Некоторые менеджеры делают следующий шаг. Они задают вопрос: «Если фирма по выкупам получает комиссионные за заключение сделки, то почему бы менеджерам также не получить такие комиссионные? В конце концов, менеджеры тоже очень много работают для реализации проекта. Некоторые менеджеры запрашивают 0,5%-ные комиссионные за завершение сделки. Нужно признать, что они не всегда его получают, но если не пытаться его получить, то вы точно ничего не получите.

#### Х. Другие соглашения

- А. Письмо, не имеющее обязательной силы. За исключением разделов Б и В, приведенных ниже, это соглашение не является обязательным до тех пор, пока Инвестор и Исполнительные менеджеры не подпишут официальные соглашения. Последние будут обсуждаться и подписываться в связи с Рекапитализацией. Тем не менее, если стороны готовы подписать данное письмо и в принципе согласны с приведенными в нем условиями, то оно будет основой для подписания официальных законных соглашений между ними.
- Б. Конфиденциальность. Условия данного письма — Меморандума о взаимопонимании — не должны разглашаться Инвестором и Исполнительными менеджерами.
- В. Отказ от переговоров с третьими сторонами. В связи с тем, что Инвестор будет нести существенные расходы на Рекапитализацию, каждый Исполнительный менеджер обязуется после принятия этого письма в течение 90 дней не обсуждать и не делать никаких предложений о покупке или продаже компании Techway или какой-то ее части ни с какими другими сторонами, кроме Инвестора (за исключением ситуаций, предусмотренных данным письмом).
- Г. Соглашения об инвестициях. Стороны заключают соглашения об инвестициях, подразумевающие понимание и принятие обычных для прямого инвестирования условий, таких, как права на информацию и обязательства первоначальных акционеров по одновременной продаже их пакетов акций и пакета акций инвестора (drag-along rights) и соответствующих положений о запрещении конкуренции.

Стороны, подписавшие это письмо, таким образом, соглашаются выполнять его условия с указанной ниже даты:

Подписано: \_\_\_\_\_  
Фамилия: \_\_\_\_\_  
Должность: \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_ Дата: \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_ Дата: \_\_\_\_\_

## Основные вопросы сделки с менеджментом

Выше приведен достаточно полный пример меморандума о взаимопонимании, но, если вы считаете это необходимым, включайте в него и другие дополнительные пункты. Обычно предметом переговоров оказывается все, что указано в нашем примере. Один важный совет: вы должны как единая команда настойчиво стремиться к наилучшим для вас условиям сделки. Такой агрессивный стиль может несколько расстроить вашего партнера по выкупу, но, с другой стороны, ему может понравиться, что у вас такая жесткая и настойчивая команда. Это многое говорит сотрудникам фирмы по выкупам о настрое вашего коллектива, и они могут подумать: «Здорово, что эти менеджеры так настойчивы — мы ведь с ними будем играть в одной команде, а это значит, что под их руководством компания будет приносить хороший доход».

Существует еще ряд вопросов, обсуждаемых за столом переговоров при подготовке сделки с менеджментом, которые уже затрагивались в нашем рассказе о соглашении с менеджментом, но нуждаются в более подробном обсуждении.

### Сколько запрашивать?

Самый важный аспект соглашения — это положения, где определяются доли собственности менеджеров. Именно это и является той «чашей Святого Грааля», за которой охотятся менеджеры. Именно в этом разделе документа обсуждаются самые важные для вашей команды экономические вопросы, которые должны стать основной темой вашего диалога с партнерами. Здесь определяется структура распределения акций при сделке (т. е. что именно инвестируется и какие за это получают акции). В данном разделе также определяется то, какую сумму менеджеры совместно инвестируют в выкуп компании и на каких условиях.

Эта доля собственного капитала представляет собой именно то, за что вы боретесь. Доля, которую вы получите — будь то 5, 15 или 25%, — полностью зависит от переговоров с вашими партнерами. Она не всегда определяется вашим опытом или качеством подготовки сделки, хотя эти факторы, конечно же, играют свою роль. Как и в любых переговорах, результат зависит

от того, что вы «выкладываете на стол переговоров», и от того, насколько вы способны унести с этого стола все, что вам нужно. То, получите ли вы минимальную или максимальную долю, будет в основном зависеть от ваших действий и окажет огромное влияние на ваши итоговые доходы. Доля собственного капитала, которую получают менеджеры, зависит от ряда факторов. Самые важные из них приведены ниже.

*Стоимость, добавленная менеджментом.* Это, конечно, расплывчатое и слишком общее понятие. Но то, как *оценивает* фирма по выкупам стоимость, добавленную менеджментом в транзакции, является основным пунктом переговоров. Ключевой показатель, который обсуждается во многих книгах, — насколько далеко продвинулись менеджеры в подготовке сделки еще до того, как они пригласили участвовать в ней фирму по выкупам и банки. Специалисты по выкупам всегда заняты, и их время очень дорого стоит. Добиться заключения сделки тяжело. Таким образом, если команда менеджеров предлагает «хорошо проработанный» проект (то есть уже подписанное продавцом компании письмо о намерениях), то шансы инвесторов на успех существенно возрастают, к тому же вы экономите для них много времени. За это вы получите хорошую плату.

Недавно одна команда менеджеров предложила нам очень крупную интересную сделку и хотела получить за нее 35% выкупаемой акционерной собственности. Мы никогда раньше не давали более 25%. Но они настолько тщательно подготовили сделку, а также убедили нас в том, что другие надежные инвесторы в выкупы компаний уже готовы дать им 35%, так что мы согласились на эти условия. Если сделка будет успешной, они заработают на ней более 100 млн. долл. Они добились таких условий, потому что умны, хорошо знают свой бизнес и внесли в эту сделку много добавленной стоимости. Кроме умения тщательно готовить сделку они обладали еще рядом качеств, которые делали эту команду привлекательной: они уже добились существенных успехов в своей отрасли, у них был обоснованный план, обещавший принести хорошие доходы, и полностью укомплектованная команда менеджеров. Но все же пять лет назад они бы не могли и мечтать о 35%. Сегодня, когда этот предел достигнут, вы тоже можете попытаться получить 35%.

*Соответствие команды менеджеров сделке.* Здесь нужно учесть, как фирмы, специализирующиеся на выкупах, оценивают потенциал сделки. Если такая фирма считает, что шансы данной команды менеджеров на успех очень высоки, то она, вероятно, предложит менеджерам более выгодные условия. Таким образом, если ваша команда отлично подходит для данной сделки и у вас уже есть успешный послужной список в данной отрасли, вы сможете в ходе переговоров добиться более выгодных условий. Если же это новая для вас отрасль и вы еще не добивались серьезных успехов, то сделка будет для вас менее выгодной.

*Размер сделки.* Размер сделки — также важный параметр в «уравнении». Это, действительно, чисто математическая зависимость. Структура сделки определяется так, чтобы менеджеры получили определенную сумму в долларах. Если же сделка очень крупная (например 500 млн. долл. и выше), то менеджеры получают более низкий процент от суммы сделки, но это все равно будет очень большая сумма. И, напротив: если сделка не такая крупная, команда менеджеров может вполне обоснованно запрашивать более высокий процент от нее, чтобы в абсолютном выражении получить необходимую ей значительную сумму, что обеспечит ее высокую мотивацию.

### **Налоговая компенсация: отказ от опционов**

Как упоминалось ранее, форма, в которой менеджменту предоставляется его доля собственного капитала, также изменилась. Раньше менеджеры получали простые фондовые опционы на обыкновенные акции, но недавние изменения налогообложения прироста капитала привели к тому, что сегодня в большинстве случаев менеджеры получают свою долю акций в других формах. Почти все опционы, когда они исполняются, облагаются налогами по обычной ставке, в то время как прямое владение обыкновенными акциями облагается налогом как прирост капитала по более выгодным ставкам, поэтому выбирается такая структура сделок, чтобы вместо простых опционов использовать прямую передачу прав собственности менеджерам в виде обыкновенных акций.

Например, раньше, до налоговой реформы, при заключении сделки на сумму 100 млн. долл., в которой 50 млн. долл. предоставляются в акциях и еще 50 млн. долл. — в долговых обязательствах, применялся такой подход: 50 млн. долл. в акциях рассматривались как 85% стоимости компании. Менеджерам предоставляли еще 15% в опционах, цена исполнения которых была равна цене покупке акций для инвесторов. Затем менеджеры инвестировали 750 тыс. долл., чтобы приобрести чуть более 1% собственности компании (750 тыс. долл. / 50 млн. долл.). Новая структура собственного капитала компании с учетом заемных средств (левереджа) была такова: 50 млн. долл. разделялись на 46 млн. долл. в привилегированных акциях и 4 млн. долл. в обыкновенных акциях (которые дают право голоса). Менеджеры инвестируют 750 тыс. долл. и получают 15% обыкновенных акций. (Если они не могут собрать такую большую сумму, то компания по выкупам может предоставить им заем на часть этого капитала с правом регресса.) Эта часть собственности, которую менеджеры приобретают прямым способом, предоставляется им на основе льготного с точки зрения налогообложения графика и будет зависеть от будущей цены акций.

Чтобы проиллюстрировать, как разные структуры акционерного капитала влияют на налоги, давайте проанализируем изменение стоимости акционерного капитала в размере 50 млн. долл. Если капитал удвоился с 50 млн. долл. до 100 млн. долл., то 15% акций, принадлежащих менеджерам, составят до уплаты налогов 9 млн. долл. Уплатив 40%-ный налог, менеджеры получают 5,4 млн. долл. С другой стороны, если структура капитала позволяет воспользоваться 20%-ным налогом на прирост капитала, то из этих 9 млн. долл., полагающихся менеджерам, после уплаты налогов они смогут положить себе в карман 7,2 млн. долл. Это почти на 2 млн. долл. больше (т. е. чистый доход увеличивается на целых 40% — по сравнению с тем доходом, который обеспечивает неэффективная структура капитала), причем они получены просто потому, что менеджеры хорошо продумали проблему налогов и выбрали эффективную структуру капитала. Это показывает, как важно задуматься о том, что Дядя Сэм с его налогами будет незримым партнером в каждой сделке, поэтому, когда вы определяете структуру сделки, вам нужно тщательно проанализировать все вопросы, связанные с выплатой налогов на ваши доходы.

Это, конечно, достаточно общие соображения. Налоговые проблемы очень сложны и запутанны, и, конечно, вам нужен сильный консультант в этой области. Во всех ведущих бухгалтерских фирмах есть специальные отделы, занимающиеся налоговыми проблемами.

## Управление

Управление — это структура, которая определяет, как будут приниматься решения после завершения сделки. Очень важно детально обсудить с вашими партнерами вопросы управления фирмой *до того, как вы подпишете соглашение о сделке*. Вам нужно позаботиться о решении этой проблемы с самого начала, иначе вы столкнетесь с ней позже в невыгодной ситуации, когда у вас уже не будет эффективных рычагов влияния. Перечень условий должен определять основную структуру управления новой компанией и разрешать основные проблемы, с которыми вы можете столкнуться в процессе работы. Финансовые партнеры обычно хотят, чтобы в совете директоров компании были люди, которые активно занимаются ее развитием. В соглашении должно быть определено, сколько будет всего членов совета, кто будет его председателем и каковы будут зоны ответственности совета директоров и генерального директора компании.

В перечне условий также должно быть указано, могут ли вас уволить и по каким причинам, а также то, какие решения будут приниматься менеджерами компании, а какие — советом директоров. Основные проблемы управления сводятся к следующим.



*Увольнение.* Если вы — генеральный директор компании, то на каких основаниях вас можно уволить? Фирма, финансирующая сделку, обычно контролирует большую часть собственности выкупаемой компании и поэтому может принять и такое решение. Хотя маловероятно, что фирма по выкупам уволит вас на следующий день после заключения сделки, но все же это возможно. Поскольку они контролируют совет директоров и принятие основных решений, вам нужно определить, в каких случаях у вас с ними может произойти такой неприятный разговор. Обычно они подумают о вашем увольнении только в том случае, если результаты работы компании под вашим руководством существенно хуже запланированных, но, чтобы себя защитить, вам нужно предварительно обсудить все проблемы, связанные с возможным увольнением и выплатой выходного пособия.

*Выходное пособие.* Проведите переговоры о вашем выходном пособии, чтобы в случае увольнения вы получили годовую зарплату генерального или финансового директора. Если они уволят вас в самом начале и по причине, не предусмотренной договором, то вы в этом случае потеряете только небольшую часть ваших акций.

*Совет директоров.* Нужно четко определить, каким образом команда менеджеров будет взаимодействовать с советом директоров, а также то, с кем именно из специалистов-инвесторов вы будете каждый день сотрудничать. Кто станет членом совета директоров? Как часто совет будет собираться? Обычно в первые 6 месяцев после создания новой компании совет созывается каждый месяц, а затем, когда критический период после завершения сделки уже позади, он собирается реже — раз в квартал.

*Сфера контроля.* Вам нужно определить, какие вопросы будет решать и контролировать совет директоров, а какие — менеджеры. Например, вы можете договориться о предельном размере расходов, которые не требуют одобрения совета директоров: генеральному директору могут разрешить утверждать без согласования расходы, сумма которых не превышает 250 тыс. долл., а при ее превышении требуется уже разрешение совета директоров. Конкретные цифры зависят от размера компании и характера ее бизнеса. Может ли генеральный директор самостоятельно нанимать и увольнять исполнительных менеджеров и заключать договоры с поставщиками и клиентами? Кто имеет право утверждать покупку других компаний, изъятие капиталовложений, продажу акций, выпуск долговых обязательств? (Подскажу: почти всегда это будет совет директоров.) Убедитесь, что все вопросы управления разрешены, чтобы в будущем по этому поводу не возникало конфликтов.

*Контакты и контактные лица.* Обсудите с инвесторами, как они будут с вами контактировать. Могут ли они прямо потребовать предоставления

отчетов, не согласовывая это с вами? Обычно инвесторы обращаются непосредственно к генеральному или финансовому директору, которые затем направляют запрос кому-то из менеджеров. Большинство инвесторов считает, что они могут обратиться к любому менеджеру компании в любое время. Эта проблема, которую нужно четко разрешить.

*Состав совета директоров.* Кто будет вас представлять в совете директоров? Например, в совете из семи человек менеджеров могут представлять двое членов совета, а инвесторов — пять. Генеральный директор и финансовый директор часто входят в совет. Инвесторов могут представлять три человека, работающие в фирме-инвесторе, и два человека извне, имеющие опыт работы в отрасли. Вы также должны определять, будут ли эти инвесторы и директора получать компенсацию. Получат ли они опционы или гонорары за участие в совете? Любая компенсация, выплачиваемая членам совета, изымается из средств компании, то есть из вашей доли. Обычно представители инвестиционной фирмы не получают компенсацию. Внешние директора получают акции компании, что уменьшает, «размывает» долю менеджеров. Директора могут получить акции на 50 тыс. долл., правами на которые они владеют в течение трех лет, если остаются членами совета. Те, кто выходят из совета, теряют часть акций в соответствии с договором.

## Когда приглашать финансовых партнеров

В какой момент вам следует обратиться к финансовым партнерам? В случае с компанией Software AG Дан Гиллис и Гарри Макрини заключили сделку с нашей фирмой еще до того, как они обратились к продавцу. В этом случае очень важно, чтобы вы уже подготовили привлекательную сделку, которую можно быстро заключить, как только подойдет подходящий момент. Иногда, особенно если менеджерам приходится торопиться или у них нет опыта заключения подобных сделок, для них может быть полезным вступить в контакт с фирмой по выкупам еще до того, как они обратятся к продавцу.

С другой стороны, Стью Джонсон собрал свою команду и определил стратегию сделки еще до того, как обратился к нам. Преимущества такого подхода заключаются в том, что он дает менеджерам дополнительные средства влияния на инвесторов во время переговоров. В этом случае сделка уже хорошо проработана, в ней меньше неопределенности и рисков, поэтому она будет представляться инвесторам более привлекательной, и вы сможете заключить ее на более выгодных для вас условиях. Чем дольше вы работаете над подготовкой сделки, тем сильнее ваша позиция на переговорах, но тем больше вам приходится затрачивать усилий и привлекать финансовых средств.

## Создание преимущества в переговорах

Одна из причин, по которой иногда не стоит торопиться вступать в контакт с финансовыми партнерами из фирмы по выкупам, связана с тем, что чем дольше продолжаются переговоры с ними, тем слабее становятся рычаги влияния менеджеров. По этой причине стоит обсудить и зафиксировать все важные экономические решения в самом начале. Если инвесторы скажут вам, что хотели бы отложить обсуждение этих проблем, пока сделка не «созреет», то вежливо скажите им, что, по вашему мнению, эти вопросы нужно разрешить сейчас. К тому времени, когда сделка будет проработана в деталях, может быть уже поздно. После того как вы выбрали финансового партнера, вы теряете свои преимущества и рычаги влияния. Что может помешать вашим партнерам изменить условия сделки на этой стадии или начать за вашей спиной прямые переговоры с продавцом?

Вы должны быть уверены, что вашим партнерам можно доверять. Вначале это может быть не очень ясно, но по мере того, как вы будете продвигаться к заключению сделки, станет совершенно очевидно, можно ли им доверять. Вам может показаться, что лучше не обращать внимания на свои опасения и согласиться на несколько лучшие условия, которые предлагает сомнительная фирма, но в длительной перспективе подобное решение почти всегда принесет вам убытки.

Не жалейте времени, чтобы узнать ваших инвесторов. Пейте вместе с ними вино, ужинайте, играйте в гольф. Говорят, что, если вы сыграете с кем-нибудь партию в гольф, то сможете очень многое узнать об этом человеке. Если вам не нравится гольф, метайте вместе с этими людьми лошадиные подковы, бегайте по утрам. Нанесите им визит, познакомьтесь с их семьями. Чем больше вы будете с ними общаться — тем лучше. Это похоже на брак. Вы месяцами работаете, чтобы заключить сделку, а потом годами трудитесь бок о бок с этими людьми, принимая вместе с ними сложные решения. Такой «брак» может быть благословением, но может и превратить вашу жизнь в ад.

Как я уже говорил, выполняйте вашу подготовительную работу. Заранее наводите справки о ваших финансовых партнерах. Поговорите с менеджерами, которые провели удачные сделки, и с менеджерами, потерпевшими неудачу. Каждая фирма по выкупам когда-то увольняла генерального директора выкупленной компании. Узнайте имена этих людей и обратитесь к ним. Они смогут вам рассказать, как ведут себя ваши возможные партнеры, если ситуация становится тяжелой и начинаются неудачи. Проведите исследование того, как они поступают, если становится жарко.

## Сделка с банками

После того, как вы заключили сделку с финансовым партнером по выкупу, следующее препятствие будет состоять в получении кредита от банка. Банки предоставляют вам заемный капитал. Они дают вам «кредитный рычаг» для выкупов с использованием заемных средств. Ваш партнер, фирма по выкупам, обычно имеет обширные связи с банками и часто направляет вас в работе с ними. Однако вы можете решать эту проблему и сами. К счастью, большинство менеджеров, особенно финансовых директоров, обладают большим опытом взаимодействия с банками, чем опытом работы с финансовыми партнерами, и поэтому вы можете быть спокойны.

Поскольку финансирование с использованием заемных средств — это достаточно понятный и зафиксированный в официальных контрактах процесс, а банки достаточно лояльно относятся к такому бизнесу, менеджеры часто игнорируют их. Хуже того, они иногда считают банкиров «тупыми денежными мешками». Это серьезная ошибка. Очень важно хорошо познаться с вашими банкирами и поддерживать с ними связь по мере того, как развивается ваша компания. Банки будут очень важным условием вашего успеха, они способны помочь вам, когда вы попадете в трудную ситуацию или вам понадобится поддержка, чтобы найти пути спокойного выхода и возвращения ваших инвестиций.

Если в вашем бизнесе появились проблемы — немедленно дайте знать об этом банкирам. Если вы добились успеха — также проинформируйте их об этом. Обращайтесь с ними как с партнерами, каковыми они и являются в действительности. Неминуемо настанет такой день, когда вам понадобится, чтобы они что-то для вас сделали. Если вы не относились к ним как к партнерам — они могут нанести серьезный ущерб вашему бизнесу. Если банки не удовлетворены отношениями с вами, то они, как правило, могут найти способ лишить вас вашего бизнеса, отказавшись предоставить вам деньги в тот момент, когда вы в них нуждаетесь.

У каждой фирмы по выкупам есть обычно 5–6 банков, с которыми она часто работает. Такие взаимоотношения помогают получить более выгодные условия кредитования, потому что банки знают: они будут еще не раз сотрудничать с данным инвестором. У менеджеров же подобных контактов с банками обычно нет. Как правило, менеджеры и фирма-инвестор, выкупающие компанию, обращаются за кредитованием сделки к одному из таких банков-партнеров. Если сделка выгодная и хорошо подготовлена, то она может заинтересовать сразу несколько банков, и у вас будет возможность провести среди них тот самый «мини-аукцион», который мы так любим. Банки предложат разные условия, инвестор совместно с менеджерами оценят их и остановятся на лучшем предложении.

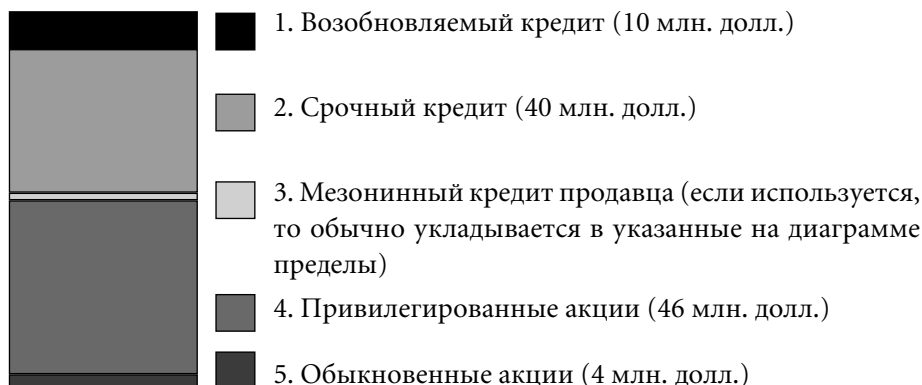
## Мировоззрение банкиров

Перед тем как мы продолжим обсуждать проблемы, связанные с банками, вам нужно понять, как банкиры воспринимают мир. Они по своей природе консервативны и обращают больше внимания на риски и пессимистические сценарии развития сделки, чем на оптимистические. И если финансовые инвесторы могут существенно приумножить свой капитал в случае успешной сделки, то у банкиров такой возможности нет. Банкиры после реализации сделки только возвращают свои деньги и однократно получают за них начисленный процент. Но так же, как и инвестор, банкир может потерять все свои деньги. Поскольку потенциал прироста капитала для них ограничен, а потенциальные потери велики, банкиры почти всегда интересуются в первую очередь рисками и возможными проблемами. Они постоянно думают: «Какой ущерб может нам нанести эта сделка? Каким образом мы можем потерять свои деньги?» По этой причине их в меньшей степени интересуют ваши грандиозные планы, и в большей — причины, по которым сделка может оказаться неудачной.

Соотношение риск /награда делает капитал, предоставленный банками, «старшим капиталом» в финансовой структуре сделки. Это значит, что если дело пойдет плохо, то этот капитал будет изъят из сделки в первую очередь. И, наоборот, вы как акционер, владеющий обыкновенными акциями компании, можете изъять свои деньги только в *последнюю* очередь. Ниже в качестве примера приведена простая схема структуры капитала компании Techway (см. рис. 7.1).

Вот что показывает рисунок 7.1: если дела пойдут плохо и вам придется продать компанию за 60 млн. долл., то банки полностью получают свои

**Рисунок 7.1. Структура капитала компании Techway**



(Инструменты перечислены в том порядке, в каком они подлежат погашению в случае ликвидации.)

50 млн. долл. (два верхних уровня схемы). Владельцы привилегированных акций получают только 10 млн. из своих 46 млн. долл., а владельцы обыкновенных акций не получают ничего. Напротив, если дела пойдут отлично, владельцы обыкновенных акций выиграют больше всех и получают огромную прибыль на свои инвестиции.

## **Риск /награда: на щите или со щитом**

Почему банкиры идут на риск, хотя потенциальное вознаграждение не очень велико? Существует несколько причин. Во-первых, поскольку их деньги в структуре капитала старшие — они их теряют нечасто, а серьезные убытки терпят очень редко. Во-вторых, они берут солидную плату за кредиты, выделяемые для выкупов с использованием заемных средств, что увеличивает их прибыль. В-третьих, процентные ставки, устанавливаемые ими за кредит, высоки для банковского мира. Они часто устанавливают процентную ставку на кредит от 250 (2,50%) до 300 базисных пунктов выше ставки ЛИБОР (LIBOR — ставка продавца на Лондонском межбанковском рынке депозитов), в то время как, являясь крупным банком, сами они занимают деньги по ставке, близкой к LIBOR. Таким образом, они получают достаточную финансовую прибыль и гонорары, и награда оправдывает риск.

### *Возобновляемый и срочный долги*

Мы обсуждали структуру собственного капитала, давайте теперь кратко рассмотрим основные виды долговых механизмов. Во-первых, это возобновляемая кредитная программа (в сделке с компанией Techway — 10 млн. долл.), которую часто называют «револьверной». Почти во всех выкупах с использованием заемных средств возобновляемая кредитная программа реализуется при помощи кредитов: это кредит, который возобновляется ежедневно для оперативных расходов. В одни месяцы размер этого кредита растет, если компании нужна наличность, а в другие, когда увеличивается приток денежных средств, снижается. Этот кредит можно сравнить с чековым счетом, с которого компания может снимать деньги. Он обычно обеспечивается наиболее ликвидными активами фирмы, такими, как товарные запасы, денежные поступления от клиентов, и поскольку это самый старший кредит, у него обычно самая лучшая для компании процентная ставка. «Револьверный кредит» чаще предоставляется на срок от одного до трех лет и возобновляется, если дела идут хорошо.

Вторая кредитная программа обычно называется «срочным кредитом», потому что его нужно выплатить к заранее определенному сроку — как правило, это 5–7 лет. Он предоставляется на более длительный срок, чем возобновляемый кредит, частично должен выплачиваться (амортизиро-

ваться) каждый год и в основном обеспечивается оборудованием, зданиями и недвижимостью компании. Поскольку этот кредит предоставляется на более длительный срок, чем возобновляемый, то процентная ставка по нему обычно на 25–100 базисных пунктов выше, чем по возобновляемому кредиту.

Существует очень много вариантов срочного долга и сотни типов структуры долга. Некоторые фирмы практикуют весьма экзотичные из них, хотя большинство предпочитает простые и ясные схемы.

### *Мезонинный долг*

Хотя в сделке с компанией Techway у нас не было «мезонинного», или «младшего» долга, существуют и другие кредитные программы, которые могут быть использованы в финансовых транзакциях. Они «младше», чем возобновляемый и срочный кредиты. Его обычно называют «мезонинным», или высокодоходным долгом. «Мезонинным» — потому, что в структуре капитала он расположен между другими уровнями — ниже, чем «старшие кредиты», но выше, чем привилегированные акции. Он похож на мезонин в зданиях: это выше первого этажа (собственный капитал), но еще не верхний.

Мезонинный долг похож на срочный в том плане, что его также нужно выплатить в течение фиксированного периода времени (обычно от 7 до 10 лет — это больше, чем для «старших» кредитов), и поскольку он связан с большим риском в случае ликвидации, у него должен быть более высокий уровень доходности — обычно 18–25%. Такой доход обеспечивается более высокой, чем по старшему кредиту, ставкой (обычно 12–15% годовых), а также предоставлением опционов (или варрантов) на приобретение обыкновенных акций в будущем по определенной цене, так что, если сделка окажется очень успешной, «мезонинный» инвестор также получит большую выгоду.

Многие финансовые инвесторы любят использовать мезонинные кредиты, потому что они позволяют им вкладывать в сделку меньше собственных средств. Например, в случае с компанией Techway мы могли подумать об использовании мезонинного кредита на 10 млн. долл. вместо 10 млн. долл. в привилегированных акциях, чтобы повысить доход на наши акции. Это часто можно сделать, но здесь возникают и проблемы. Нужно время и немало усилий, чтобы найти и убедить участвовать в сделке «мезонинного» инвестора, кроме того, требуется проведение всеобъемлющей процедуры «дью дилидженс», и увеличивается рискованность сделки из-за высокого мезонинного купона. Для вас, менеджера, мезонинный кредит может усилить ваш «финансовый рычаг», но при этом повысится и финансовый риск.

В структуре долгового финансирования и в вариантах его организации существует много тонких моментов, которые вы можете найти в литературе по финансам. Как менеджер вы можете использовать мезонинный долг, но следует проверить его последствия на вашей компьютерной модели сделки (которая обсуждается в главе 8), чтобы посмотреть, как он может повлиять на ваши доходы. Подумайте об использовании мезонина или других высокодоходных ценных бумаг (как торгуемых на публичном рынке, так и находящихся в частном владении), но учитывайте связанные с этим риски, потенциальные доходы и необходимое для подготовки время.

### **Условия соглашения, выдвигаемые банками**

Все банки дают кредиты на определенных условиях. Пример реального соглашения с банком приводится в Приложении С. Банки выдвигают условия и хотят получить залоги на все активы фирмы. Условия соглашения они определяют при помощи компьютерной финансовой модели, которая учитывает все особенности сделки и дает достаточно консервативные оценки. Банки обычно берут 2–3 процентных пункта от всей суммы долгового капитала по завершении сделки, а также взимают целый ряд более мелких платежей. Обычно они ограничивают размер кредита так, чтобы он не превышал последний мультипликатор EBITDA более чем в 2,5–4,5 раза.

Условия, выдвигаемые банками, могут быть вам знакомы по другим сделкам с ними. Это обычно различные финансовые тесты и проверки, которые устанавливает для вас банк и которые обычно проводятся раз в квартал. Все эти условия открыто обсуждаются. И подобно знаменитому «библейскому договору», если вы их не выполните, то можете оказаться в «очень горячем месте».

Поскольку условия, выдвигаемые банком, основываются на вашем бизнес-плане, для успешного ведения переговоров он должен быть весьма консервативен. Банки используют ваши прогнозы, обычно занижая их на 10–15%, чтобы определить, какими будут эти условия. Вы получаете некоторый запас, но небольшой, поскольку каждый квартал банки будут проверять, выполняете ли вы эти условия. Проводимые банками тесты обычно включают показатель «покрытия процента» (то есть соотношение «квартальный мультипликатор EBITDA/вся сумма выплат по процентам») и полное покрытие кредита (total leverage coverage) (то есть соотношение «полная сумма банковского долга/расчетная величина EBITDA на текущий момент»). Также устанавливается минимальная чистая стоимость имущества компании за вычетом обязательств, ниже которой вы не должны опускаться. В договоре с банком также может быть заявлено, что весь новый акционерный капитал, который поступает в компанию, в первую очередь идет на выплату долга, хотя по этому пункту часто можно вести переговоры.



Что случится, если вы не выполните своих обязательств перед банком? Если вы относились к своим банкирам как к партнерам и постоянно поддерживали с ними связь, это не окажется для них неожиданным сюрпризом и может вам помочь. Если же вы нарушите условие, они, скорее всего, не станут отбирать у вас компанию. С технической точки зрения они могут применить к вам «драконовские меры», но не будут этого делать, если есть другой выход. Банки не собираются разрушить компанию или завладеть ею. Они просто хотят быть уверены, что получают свои деньги.

Если вы нарушили свои обязательства перед банком, это просто означает, что теперь вам нужно вести с ним переговоры. Если это незначительное нарушение, то они могут пересмотреть ваши обязательства и не штрафовать вас. Они вместе с вами постараются найти способ решения проблемы. Если же вы допустите серьезное нарушение ваших обязательств перед банком, то вам нужно будет вести переговоры о пересмотре условий соглашения. Банк за это, скорее всего, возьмет с вас штраф, и проценты по выданным вам кредитам будут повышены. Это часто оказывается шоком для менеджеров, которые считают, что банки «добивают» их в трудной ситуации. Но с точки зрения банка то, как они поступают, оправданно, так как им приходится делать дополнительную работу и принимать на себя дополнительный риск.

Вот почему так важно внимательно следить за своими обязательствами и использовать консервативные оценки вначале, когда вы принимаете на себя эти обязательства. Тем не менее из-за высокой степени неопределенности в ситуации выкупа обязательства нарушаются довольно часто. Так происходило примерно в половине всех сделок, в которых мы участвовали. Если это случается, вам остается сжать зубы и заплатить дополнительные проценты по кредиту и штрафы. Но все же, если у вашего бизнеса солидные основы, то, скорее всего, вы компенсируете эти потери и получите прибыль. В будущем, вспоминая об этой ситуации, вы тогда уже не будете очень сильно сожалеть об этих дополнительных деньгах, выплаченных вами банку.

Вам также нужно понимать, что в сделках с использованием кредитного рычага у банков есть преимущественное право на все ваши активы и акции. Если дела пойдут плохо, то у банка есть возможность получить в собственность вашу компанию и завладеть всем. Если вы сильно отклонились от запланированных показателей эффективности и у вас не сложились хорошие отношения с банками, они могут устроить для вас настоящий ад. В реальности они передадут управление вашим кредитом рабочей группе, в которую входят специалисты по жестким переговорам. Ваши спокойные дни теперь позади. Вам достаточно всего одного столкновения с этой специальной рабочей группой, чтобы всей душой пожелать никогда больше с ней не сталкиваться.

## **Сделки на основе активов или денежных потоков**

Когда вы определяете параметры банковского финансирования, важно иметь в виду, что банки выдают кредиты, оценивая ваше имущество или финансовые потоки. Какой из этих двух типов кредиторов вы выберете, зависит от характера вашего бизнеса. Производственные компании, владеющие существенным имуществом, могут предпочесть кредитора, ориентирующегося на имущество. У компаний, работающих в сфере сервиса, у которых немного имущества, нет другого выбора, как только обратиться к кредитору, который ориентирован на финансовые потоки. Крупные банки обычно выдают кредиты обоих типов, но есть и специалисты, такие, как Foothill Financial или CIT Credit, известные тем, что выдают кредиты под залог имущества. (Список банков-кредиторов с указанием их конкретных интересов приведен в Приложении J).

Банки, ориентированные на кредиты под залог имущества, доходы должника не очень интересуют. Компании, обладающие достаточным имуществом, чтобы обеспечить кредит, могут его получить, даже если у них низкие доходы. Банки обычно выделяют кредит на сумму, составляющую 50% от ликвидационной стоимости имущества компании. У этих банков есть опыт ликвидации имущества должников, и они чувствуют себя вполне комфортно, если финансовые потоки компании, берущей кредит, ограничены.

У компаний, берущих кредит под залог финансовых потоков, обычно немного имущества, которое можно продать. Если бы все служащие компании Teshway уволились, банку мало бы что досталось. В этом случае банки все же дают кредит, но только если удостоверятся, что компания получает доход сейчас и продолжит получать его в будущем. Причем, если фирма перестает получать доход, им нужно как можно быстрее прекратить ее кредитование, чтобы не потерять свои инвестиции. Бизнес в сфере сервиса, который сегодня не получает доходов, не сможет получить и кредит.

Такие особенности следует знать, чтобы понимать, каким образом банки оценивают возможность предоставить заем. Также полезно быть в курсе, к какому департаменту банка нужно обращаться.

## **Правильно постройте взаимоотношения**

Основная тема переговоров с партнерами по выкупу и банками — это, конечно же, деньги, но нельзя упускать из виду и проблему взаимоотношений. Речь идет не об однократной транзакции, а о долговременных контактах. Вам нужно будет вместе пережить удачи и неудачи, хорошие и

плохие годы, прибыли и потери. Личная совместимость очень важна при любых транзакциях.

При высоком уровне неопределенности вы можете быть уверены в том, что рано или поздно столкнетесь с трудностями. Это происходит с каждой сделкой. В каком-то квартале падают доходы. Ключевое приобретение срывается в последний момент. Начинается лихорадка на рынке, и цена ваших акций падает. Что бы ни послужило причиной, вам придется сделать неприятный поздний звонок вашим партнерам. И когда вы их разбудите, я готов побиться об заклад, что вам очень захочется, чтобы они были рады говорить с вами, несмотря на неприятные известия, которые вам придется им сообщить.

Хорошие личные взаимоотношения нужны не только в тяжелые времена. Чем прочнее это ощущение партнерства, тем более конструктивным становится взаимодействие. Укрепляется доверие, которое позволяет применять более гибкую стратегию и лучше использовать открывающиеся возможности. Ваша жизнь станет лучше, и это позитивно повлияет на бизнес.

## **Пользуясь кредитами, будьте консервативны**

Очевидная опасность, за которой нужно следить, — чрезмерный для вашей компании объем кредитов. У фирмы неизбежно будут возникать трудности, и тогда на вас может «обрушиться» вся финансовая структура банковских долгов. Вы, конечно, этого не хотите, поэтому вам нужно проанализировать различные варианты неблагоприятного развития событий, чтобы убедиться, что структура вашего капитала соответствует характеру бизнеса, который вы выкупаете.

Проще говоря, если бизнес связан с большими производственными рисками, то допустим только ограниченный уровень риска, связанного с кредитным рычагом. Если бизнес стабилен и производственные показатели предсказуемы, вы можете значительно агрессивнее использовать кредитный рычаг. Помните «заклинание»: «операционный риск плюс финансовый риск равняется общему риску» — вам нельзя допускать ошибок в решении этого уравнения.

Некоторые менеджеры испытывают искушение вместо инвестирования собственных средств в акции использовать дешевые банковские займы, чтобы повысить свои доходы. Это может выглядеть привлекательным при благоприятном развитии событий, но финансовый риск так велик, что игра часто не стоит свеч. Как убедились в конце 1990-х годов держатели облигаций Майкла Милкена, кредитный рычаг — это отличная вещь, если только он не начинает работать против вас, и тогда — берегитесь! Поэтому

заклучайте сделки, используя консервативную структуру капитала, следите за своими обязательствами и бизнесом.

Мой основной совет: применяйте консервативный подход к структуре ваших заимствований. Если вы используете в сделке слишком низкий кредитный рычаг, то можете на несколько пунктов снизить вашу внутреннюю норму доходности, но еще ни одна команда менеджеров не теряла полностью свои деньги из-за того, что не использовала все возможности кредитного рычага в выкупах компаний.

Центральный вопрос при раздумьях о кредитном рычаге, взаимоотношениях с вашими финансовыми партнерами и банками: что они в действительности означают лично для вас? Банковский долг и соглашения с финансовыми партнерами влияют на доходы, которые менеджеры получают от сделки. А как эти сделки повлияют на ваш личный итог?

Какую реальную прибыль принесут вам эти 15%? Как цена компании и другие параметры, о которых вы договариваетесь с продавцом, отразятся на том, что вы в итоге получите от сделки? В главе 8 эти вопросы рассматриваются более подробно при помощи простой компьютерной модели, позволяющей проанализировать риски и доходы от сделки для менеджеров и инвесторов.

## ГЛАВА 8

---

# Зачем вам это нужно?

*Лучше иметь постоянный доход,  
чем быть очаровательной персоной.*

Оскар Уайльд

**Х**отя для кого-то из менеджеров прилив адреналина в крови, который они испытывают, может быть достаточным стимулом для совершения сделки по выкупу, большинство из них все же стремятся получить высокие доходы, если уж они решились участвовать в выкупе компании вместо того, чтобы оставаться в своих уютных офисах. Очевидно, что инвесторы также хотят быть уверены, что у них есть хорошие шансы получить высокий доход, учитывая риски, связанные с участием в транзакции, для которой используются заемные средства. Дело в том, что вознаграждение и тех, и других зависит от сложной комбинации факторов: покупной цены, выручки и маржи прибыли, которых вы сумеете добиться, а также конкретных условий сделки для инвесторов и вашей команды менеджеров. Каким образом можно определить, не отказываетесь ли вы от замечательной сделки, которая с высокой вероятностью может обеспечить вас на всю оставшуюся жизнь? Как можно понять, что сложилась такая ситуация, при которой сделка себя не оправдает, и вам как раз следует от нее отказаться?

В этой главе анализируется процесс оценивания доходности сделки. Эта оценка постоянно изменяется, потому что в ходе обсуждения сделки

изменяются значения параметров, влияющих на ее доходность. Многие из них зависят от обоснованности вашего прогноза возможностей для сокращения издержек и развития бизнеса. Оценка доходности сделки по выкупу зависит от определения основных параметров, влияющих на ваш бизнес, выдвижения гипотез относительно механизмов этого влияния и проверки этих предположений. Результаты подобного анализа могут или обогатить вас, или привести к солидным потерям времени и денег. Поэтому, если вы решили заключить сделку, стоит все просчитывать и учитывать на каждом этапе ее подготовки.

Вы можете представить себе процесс выкупа как космический полет. Перед тем как вы оторветесь от Земли, вам нужно определить правильные параметры траектории и ускорения, чтобы вы смогли взлететь, но, когда вы уже на стартовой площадке, вам также может понадобиться корректировать эти величины: если они неверны, вы их попытаетесь изменить или отмените полет. Затем, когда вы отправились в полет, вам нужно оценить все факторы, от которых зависит успех вашей миссии. Достаточно ли у вас воды, кислорода, еды, чтобы выжить? Не сбились ли вы с курса? Если вы вдруг услышите взрыв, который пробьет в вашей сделке здоровую «дыру», как в фильме «Аполлон-13», и вы будете «терять кислород», вам следует узнать об этом как можно раньше, чтобы быстро отреагировать. Вы сумеете скорректировать курс, только если все время будете внимательны.

Если в начале «полета» малозаметное отклонение от курса может вам представляться незначительным, расчеты покажут вам, что в конце путешествия вы можете отклониться от цели на тысячи миль. Аналогичным образом, безобидные, на первый взгляд, уступки при подготовке сделки могут оказать существенное влияние на ваши доходы при ее реализации.

К счастью, анализ параметров сделки не требует знания космических технологий. Как мы покажем ниже, некоторые достаточно простые вещи помогут вам понять, какая складывается ситуация. Такой текущий анализ окажется особенно важным, когда наступит момент определять, стоит ли игра свеч, учитывая, что времени для принятия решения, которое повлияет на вашу карьеру и будущее благосостояние, будет очень мало. При подготовке каждой сделки наступает такой момент, когда вам нужно принять сложное решение о том, оправдывается ли тот риск, на который вам придется пойти, тем возможным доходом, который вы можете от нее получить. Это непросто, поскольку у разных людей разные мнения о приемлемом уровне риска, однако, если у вас есть достаточно точные цифры, вы сумеете правильно оценить риски и потенциальные доходы и принять правильное решение, когда наступит «момент истины».

## Или ловите рыбу, или прекращайте рыбачить

С подобным вопросом Билл Гувер обратился к своей команде. Им нужно было решить: ловить рыбу или прекращать рыбачить — начать реализовывать бизнес-план, который они продумывали неделями, или заняться своими текущими личными делами.

Гувер, любезный, невысокий пятидесятилетний мужчина, был на десять лет старше, чем партнеры, которых он пригласил начать вместе с ним новый бизнес в сфере информационных технологий. Он работал вместе с тремя этими людьми, когда был высшим менеджером в нескольких крупных (входящих в список 1000 крупнейших фирм журнала *Fortune*) информационно-технологических (ИТ) компаниях. Когда они встречались по вечерам, то говорили о том, как хорошо было бы создать свою фирму. Они хотели руководить собственной компанией, стать ее владельцами.

Как человек, имеющий за плечами послужной список из успешных сделок, Гувер разработал стратегию консолидации правительственных компаний, оказывающих услуги в области информационных технологий. Федеральный рынок ИТ-услуг был сильно фрагментирован, и на нем работало много мелких и средних фирм с капиталом 25–50 млн. долл. Такие компании часто останавливались в росте. Достигнув порога в 50 млн. долл. годового дохода, они исчерпывали свой потенциал. Однако Гувер, у которого был опыт успешного управления гораздо более крупными фирмами, мог, объединив несколько подобных компаний, сделать их сильным конкурентом на рынке ИТ-услуг. Он хотел создать компанию с годовым доходом в 1 млрд. долл. — и эта цель была достижима. Он поделился своими мыслями с нашей фирмой. Мы решили, что это отличная идея, а сам Гувер — еще лучше. Рекомендации, которые ему давали, были самыми хорошими из всех тех, которые мы когда-либо видели.

Мы обязались выделить ему 50 млн. долл. инвестиций в акционерный капитал для старта проекта, но для Гувера было также очень важно сохранить свою команду. Он уже решил основную часть задачи: у него существовал одобренный бизнес-план и имелось достаточно денег. «Пароход» уже был готов к отплытию, но команда не спешила подняться на борт. Его партнерам нужно было решиться на риск и отказаться от стабильной работы в своих прежних компаниях. Дискуссии все продолжались. Гувер в конце концов поставил вопрос ребром: «Или ловите рыбу, или бросайте рыбачить — да или нет».

Они сказали «нет».

«Наступает момент, когда вам нужно или решиться, или перестать болтать, — сказал Гувер на следующий день после получения этого ответа. — Я могу их понять. У них другая ситуация: не такая, как у меня. Если случится неудача, это будет для меня плохо, но не смертельно. Они на

десять лет моложе, чем я. Им придется больше рисковать, возможно, даже заложить свои дома — у них пока нет резерва».

## Пришлось ждать двадцать лет

Гувер мечтал о своем бизнесе 20 лет: с тех пор как в 1978 г. он покинул военно-морской флот США. Выпускник Военно-морской академии, инженер по специальности «аэрокосмические разработки», Гувер планировал сделать карьеру, однако после семи лет в военной форме этому «инициатору перемен», как он себя описывает, стало душно в бюрократической атмосфере военно-морского флота. Это могло бы стать идеальным временем для старта собственного бизнеса, если бы не ряд личных обстоятельств.

Его первый ребенок, дочь Лесли-Энн, заболела раком и умерла в апреле 1979 г., когда ей еще не исполнилось четырех лет. «В то время в моей жизни было так много проблем, — говорит Гувер, — что мне не нужны были дополнительные проблемы в профессиональной сфере». Он устроился на работу инженером в отделении Ford Motor Company, которое занималось производством легких грузовиков. В этот период «большая тройка» автомобильных гигантов работала так нерационально, что по сравнению с ней даже военные организации выглядели прогрессивными. «Я еще никогда не видел такого летаргического производства, как в городе Диаборн (штат Мичиган), где я тогда работал», — вспоминает Гувер. Через два года он уволился и начал работать в быстроразвивающейся высокотехнологичной компании Advanced Technology, Inc., отвергнув еще более выгодное по деньгам предложение технологической фирмы с доходом в 13 млн. долл.

Гувер помог компании достичь годового уровня выручки в размере 200 млн. долл. и провести слияние с Planning Research Corporation (PRC) — крупным правительственным подрядчиком в области информационных технологий. Во время работы в PRC он руководил командой менеджеров, которая провела в этой компании радикальное изменение стратегии. За 16 лет работы в этой организации сделал блестящую карьеру, став президентом и генеральным директором PRC. Когда материнская компания Black & Decker решила продать PRC, Гувер и другие менеджеры пришли к мнению приобрести контрольный пакет акций своей компании. Он снова чуть-чуть не стал ее владельцем, но в итоге они проиграли фирме Litton из-за того, что им не хватило всего лишь нескольких тысяч долларов. О продаже было объявлено неожиданно, и у Гувера просто не осталось времени, чтобы подыскать подходящую компанию по выкупам. Они решили сотрудничать с одной солидной нью-йоркской фирмой, которая, однако, недостаточно хорошо знала рынок информационных технологий. «Впоследствии я понял, что, если бы у нас было больше времени, — говорил



Гувер, — мы могли бы подыскать более подходящего партнера и выиграть эту сделку».

После слияния компаний и переходного периода Гувер ушел в компанию BDM — еще одну крупную и известную федеральную IT-фирму, где он проработал два года в должности исполнительного вице-президента и президента отделения федеральных систем и помог провести стратегическую реорганизацию компании. Он был членом команды из трех менеджеров, которая сыграла важную роль в продаже BDM компании TRW в декабре 1997 г. Он ушел из TRW и основал в 1998 г. собственную консалтинговую компанию, начав работать над подготовкой своего нового бизнеса. Но теперь, когда его партнеры отказались участвовать, он неожиданно обнаружил, что «бежит в одиночку».

Гувер все еще надеялся, что члены его команды могут изменить свое мнение. «Пройдет время, и они, может быть, захотят возродить наши планы. Я не желал делать ничего, что могло бы этому воспрепятствовать. В некоторой степени я чувствовал, что меня освободили от личной ответственности за этих парней. Они помогли мне стать тем, кем я стал сегодня, и я помог им тоже. Я чувствовал перед ними ответственность. Это было очень здорово — открыть для них возможности. Я сделал это, и теперь мог снять с себя ответственность за них».

Стратегия создания своего бизнеса по-прежнему реальна, и мечта жива. «У меня пока еще остаются личные амбиции, — говорит Гувер с улыбкой. — Я знаю, что их выбор был продиктован не столько личными желаниями, сколько соображениями бизнеса. Риск в этой сделке оказался для них слишком высоким и неприемлемым. Я сам всегда был готов рисковать. Я не предприниматель, но всегда любил совершать поступки, которые большинство людей сочтет рискованными. Мне говорили, что я “сумасшедший”, но, если я готов пойти на риск, это не значит, что я готов на безрассудный риск. Вокруг много людей, похожих на меня. Они готовы пойти на риск, чтобы реализовать свою мечту».

## Анализ сделки

Менеджеру нужно быть смелым, чтобы сделать выбор и решиться на выкуп компании. У Гувера была отличная стратегия, и он практически создал команду менеджеров для ее реализации, но его более молодые партнеры засомневались. Выкуп всегда подразумевает существенный риск. А какие можно получить выгоды? Какие усилия потребуются от менеджеров, чтобы добиться успеха? Чем они рискуют? Кто должен участвовать в сделке и в какой степени? Каким образом Гувер и его команда могут оценить достоинства и недостатки сделки, чтобы получить возможность правиль-

но оценить риски? Это основные вопросы, которые нужно учитывать в начале работы над каждой сделкой, и они возникают снова и снова — по мере того, как стороны в ходе переговоров обмениваются предложениями и контрпредложениями, подобно игрокам в покер.

Сделка редко предлагает простой ответ на вопрос: что эта сделка дает мне лично? Финансовые партнеры и банки вносят львиную долю инвестиций и по праву рассчитывают получить солидный доход на свои вложения. Продавец хочет получить максимально высокую цену. Каждый менеджер из вашей команды по-своему определяет, какие ожидания от сделки можно считать справедливыми. В бизнес-плане и в окружающей деловой среде также много неопределенности. Никто не может точно предсказывать будущее. Основные параметры сделки — от цены компании до условий финансирования — являются предметом переговоров. Ваши цели меняются с течением времени, поэтому очень важно точно представлять, на какой стадии вы находитесь в данный момент. Как описывалось в предыдущих главах, существует много инструментов, которые можно использовать, чтобы разобраться в тонкостях транзакций. Самый важный из них — финансовая модель, которая обобщает все основные параметры транзакции и дает вам возможность анализировать данные, чтобы понять, будет ли работать сделка. В начале вашего анализа и реструктуризации сделки вы станете использовать эту модель для очень грубых и приблизительных оценок, но затем, продолжая работать, вы уже сможете тонко настроить ее для более детальной обработки документации, что поможет вам прийти к завершению сделки. Эта модель послужит вам пробным камнем.

## Финансовая модель

Финансовая модель — это ключевой инструмент, используемый для мониторинга динамики экономических параметров сделки. Она достаточно полно описывает фундаментальные основы сделки. Основными элементами финансовой модели можно назвать следующие.

- Общая цена покупки активов.
- Соотношение заемного и собственного капитала.
- Доля собственности, которая будет принадлежать менеджерам в результате сделки, и ее прогнозируемая стоимость.
- Прогнозируемая доходность собственного капитала для инвесторов.
- Прогнозируемые отчет о доходах и бухгалтерский баланс целевой компании.
- Предполагаемые значения всех основных параметров в отчете о доходах — таких, как маржа прибыли и темпы роста.
- Предполагаемые значения всех основных параметров балансового отчета — таких, как оборот материально-технических запасов и

количество дней до получения неоплаченной дебиторской задолженности.

Эта модель служит основанием для анализа экономических параметров сделки и позволяет определить уровень дохода, который должна приносить компания, чтобы удовлетворить интересы всех участников сделки. Если вам нужно сделать дополнительные инвестиции в собственный капитал, вы проверяете при помощи модели, как они могут повлиять на доходы. Если вы хотите на второй год после покупки компании потратить еще 2 млн. долл. на строительство нового завода — вы также включаете эти затраты в модель. Модель — это основной инструмент управления сделкой по выкупу. Если финансовая модель не работает, не будет работать и сделка. Все очень просто.

## Разработка вашей модели

Существует много разновидностей финансовых моделей для анализа транзакций. Некоторые инвесторы используют компактные 2–3-страничные модели, учитывающие только основные предположения для анализа сделки. Другие инвесторы, особенно это характерно для сложных сделок, построят модели, для которых потребуется 75 страниц, распечатанных с компьютера, и которые будут способны проанализировать мириады предположений.

Ряд компаний–разработчиков программного обеспечения предлагает модели финансового анализа или слияний компаний, которые вы можете взять за отправную точку. Многие компании имеют собственные модели в компьютерных программах Excel или Lotus. Обычно они не отличаются сложностью, но должны быть точными и полезными для оценки основных параметров бизнеса. Вы и ваши финансовые партнеры обязаны хорошо разбираться в их работе.

Модель, которую мы использовали для исследования сделки по покупке компании Techway, — традиционная для ситуации выкупа бизнеса менеджерами. Она укладывается в 10 страниц компьютерных распечаток и подходит для анализа большинства сделок. Если у вас нет опыта работы с подобными моделями, они поначалу выглядят устрашающе из-за множества чисел, набранных мелким шрифтом, в которых нужно разобраться. Но на самом деле понять их несложно, и вы быстро сможете этого добиться. Чтобы сделать эту главу более понятной для читателей, мы сосредоточили внимание только на первой странице модели, на которой обобщаются основные параметры сделки. Вы можете ознакомиться с полной версией модели и всеми ее параметрами в Приложении К.

Модель часто обновляется, чтобы дать возможность менеджерам и другим инвесторам в любой момент оценить свои ожидаемые доходы. Она

также показывает, каких целей должны достичь менеджеры, чтобы получить эти доходы, и каким будет ущерб, если цели достигнуты не будут. Этот тип анализа помогает менеджерам уже в самом начале определить ключевые условия, делающие сделку возможной, и результаты, которые должны быть достигнуты в процессе реализации бизнес-плана, а также то, какие предложения они могут принять от продавцов и финансовых партнеров.

В типичном случае рассчитывают три варианта модели: первый («базовый», или «основной») используется для наиболее вероятного развития событий; второй («пессимистический») применяется для неблагоприятного сценария; третий («оптимистический») служит для благоприятного сценария. Если у вас есть модель, вы можете проверять самые разные варианты и предположения. Это дает менеджерам и инвесторам представление о том, как складывается ситуация. Модель помогает ответить на следующие вопросы.

- Какова разумная цена, которую можно предлагать за данный бизнес?
- Какой процент от стоимости сделки мы должны получить, чтобы дело было для вас стоящим?
- В какой степени наши доходы зависят от достижения производственных результатов, предусмотренных бизнес-планом?
- Какой процент невыполнения планов вызовет трудности во взаимоотношениях с банками?
- Если бизнес в течение двух лет не будет расти, то как это повлияет на доходы?

По мере поступления новой информации модель корректируется и дает возможность предвидеть, каким образом эти новые факты повлияют на доходы менеджеров и других инвесторов. Это критически важная информация, которая послужит для вас предостережением, не даст слишком сильно увлечься подготовкой сделки и пропустить тот момент, когда станет ясно, что она уже не сулит дохода.

## Предыстория сделки с компанией Techway

Команда высших менеджеров компании Techway провела ряд совещаний, и в результате гендиректор и финансовый директор пришли к заключению, что их компания стоит 100–120 млн. долл. Они считали, что если им удастся купить компанию за 100 млн. долл., значит, сделка будет удачной, и в этом случае они были готовы на нее пойти. Если же продавец запросит 120 млн. долл., то в этом случае они не были уверены, что сделка станет оправданной. Эти оценки были основаны на простом, но точном финансовом показателе. Они считали, что компания будет приносить 17,5 млн.

долл. дохода до выплаты налогов, процентов, начислений на износ и амортизации (это знаменитый мультипликатор EBITDA, который, по существу, является оценкой денежных потоков до выплаты налогов и необходимых капитальных затрат). Они провели анализ отрасли, который показал, что оценка стоимости бизнеса подобного типа должна равняться 6–7-кратной величине EBITDA (мультипликатор покупки). Таким образом, по их оценкам, стоимость компании Techway составит 105–122,5 млн. долл. Но теперь, когда им стал известен диапазон ее стоимости, как они могли выяснить, действительно ли ее можно приобрести за такую сумму?

Я встретился с ними во время презентации, которую они проводили для владельцев компании с целью ее возможной покупки, и предложил им реализовать схему выкупа компании менеджерами. Это было в данном случае наилучшим решением, потому что для бизнеса, в котором люди играют главную роль, преемственность команды менеджеров была ключевым фактором. Выкуп под руководством менеджеров мог обеспечить такую преемственность и позволить приобрести акции компании менеджерам среднего и даже низшего звена, что должно было повысить их мотивацию. Им понравилось мое предложение, и наша команда посетила их офис для того, чтобы обсудить основные условия сделки. Они были воодушевлены (и одновременно испытывали опасения, поскольку понимали, что им придется отправиться в самостоятельное «плавание», отделившись от «материнского корабля» стоимостью в 50 млрд. долл.) и попросили нас разработать финансовую модель сделки.

Это обычная практика, когда первый вариант финансовой модели разрабатывается фирмой по выкупам. Так делается просто потому, что у них есть опыт работы с такими моделями, и они могут ее подготовить за пару часов. Со временем менеджерам нужно самим разработать подобную модель и научиться ею пользоваться. Конечно, если вы хотите максимально увеличить добавленную стоимость, то вам нужно создать собственную модель для каждой сделки, которой вы занимаетесь с самого начала. В этой книге мы ознакомим вас с основами построения подобных моделей и расскажем, как использовать их для ваших сделок.

Подготавливая модель для Techway, мы взяли в качестве ориентира цену выкупа этой компании менеджерами, равную 100 млн. долл., чтобы посмотреть, возможна ли сделка по такой цене. Ниже приводятся основные предположения и их обоснование.

#### *Основные предположения*

- *Покупная цена:* 103,3 млн. долл.

Как уже говорилось ранее, цифра 100 млн. долл. была реалистичной оценкой стоимости компании, и она устраивала команду менеджеров.

Также нужно было учесть, что расходы на заключение подобной сделки (судебные издержки, оплата бухгалтеров, консультантов, банковских услуг) обычно составляют 3–5% покупной цены, поэтому мы предположили, что для заключения сделки понадобится еще 3,3 млн. долл. Эти дополнительные расходы нужно обязательно учесть и не стоит думать, что они входят в покупную цену.

- *Финансирование:* 50% заемные средства /50% акции

Для того чтобы максимально увеличить доходность собственного капитала, вы обычно занимаете в банках как можно больше средств на финансирование сделки. Как уже говорилось ранее, для сервисного бизнеса подобного типа, как правило, можно получить кредиты на сумму, в 3 раза превышающую EBITDA (т. е. для данного случая это немногим больше 50 млн. долл.). Поэтому мы могли получить 50 млн. долл. заемных средств, и тогда для этой сделки нам нужны были еще 50 млн. долл.

- *Структура.* «Рекапитализация», при которой прежние акционеры Techway сохраняют 10% собственности (до учета опционов менеджеров).

Такая рекапитализация позволяет покупателям не включать деловую репутацию в свои бухгалтерские балансы, что весьма благоприятно сказывается на доходах после заключения сделки.

- *Собственность менеджеров.* Доля инвестиций, осуществленных менеджерами на правах соинвестора, составила 15% в обыкновенных акциях. Этот пункт — «Чаша Грааля» для менеджеров. Какая бы модель ни использовалась, инвестор, участвующий в выкупе, в первую очередь смотрит на строчку «внутренняя норма доходности собственного капитала (ВНД)», а менеджер — на строку, где указываются доходы менеджеров.

- *Оценка стоимости компании Techway.* Она составляет 95 млн. долл. в виде денежных средств и 10% (5 млн. долл.) — в виде акций, приблизительная оценка стоимости которых составила 15–20 млн. долл. на 4-й год.

Материнская компания получит 95 млн. долл. в виде денежных средств и долю в собственном капитале новой компании, начальная оценка стоимости которых составляла 5 млн. долл. В этом заключается ее возобновленный интерес («ролlover»), который будет способствовать проведению обсуждавшейся выше рекапитализации компании.

- *Менеджеры выступают как соинвесторы.* Менеджеры инвестируют в собственный капитал компании только в виде обыкновенных акций, что позволяет им при относительно небольших вложениях получить 15% компании в собственность. Доходность будет такая же, как и в случае предоставления им опционов, но в данном случае они смогут воспользоваться налоговыми льготами на прирост капитала.

С точки зрения менеджеров, это очень важный элемент структуры из-за очень большой разницы между обычным подоходным налогом и налогом на прирост капитала. Помимо этого существует разделение акционерного капитала на привилегированные и обыкновенные акции, и менеджеры инвестируют только в обыкновенные акции.

- *Представления о будущих операциях.* Предполагается, что бизнес будет вестись в нормальном режиме — не будет никаких экстраординарных результатов или продаж реальных активов компании, таких, как недвижимость.

Модель предполагает, что в деловой среде не произойдет никаких непредвиденных событий. В случае с компанией Techway ее менеджеры также контролировали солидную недвижимость, но это в модели не учитывалось. Собственность расценивалась только как актив, который может быть использован для защиты интересов инвесторов, если дела пойдут плохо.

Менеджеры компании Techway также знали, что они могут уменьшить накладные расходы, если реструктурировать льготы. Материнская компания заставила их использовать раздутый и слишком дорогой пакет льгот и компенсаций. Они думали, что сумеют увеличить доходы, если внедрят систему продаж с выплатой комиссионных. Комиссионные, выплату которых запретила материнская компания, были очень важны для того, чтобы привлечь к работе лучших специалистов по продажам в отрасли.

Прогнозы, сделанные менеджерами в бизнес-плане, были использованы как исходные данные для модели.

В примере с Techway мы традиционно начали с модели наиболее вероятного развития событий («базового, или «основного варианта»). Этот вариант представляет план, которому вы можете доверять. Отталкиваясь от него, вы можете исследовать тонкости оптимистичного и пессимистичного вариантов. В каком случае маржа прибыли может снизиться? Что произойдет, если возрастут процентные ставки? Как пойдут дела в случае экономической рецессии? Одно из больших преимуществ компьютерных моделей заключается в том, что с их помощью вы можете относительно легко анализировать достаточно тонкие закономерности и механизмы. Для компании Techway мы рассмотрели три варианта (см. табл. 8.1, 8.2 и 8.3), которые отличаются по одному основному показателю — предполагаемому годовому росту выручки. Именно этот показатель — годовой рост выручки, а также предполагаемая величина маржи прибыли определяют основные результаты, предсказываемые с помощью модели. Наши сценарии развития событий для компании Techway были следующими.

*Основной вариант.* Мы прогнозировали годовой рост выручки в течение 2001 г. на 7,7–8,3%, а затем — 7%-ный ее рост в последующие годы, при сохранении всех расходов, измеренных как процент от выручки на уровне 2001 г. В этом случае в 2003 г. прогнозируемое значение мультипликатора EBITDA должно было составить 33,4 млн. долл.

*Вариант, наиболее благоприятный для инвесторов.* В этом случае мы предположили такие же показатели выручки, как и в основном варианте, однако ожидали, что величина мультипликатора EBITDA в 2000 г. будет выше на 20%, и эта тенденция сохранится в последующие годы, что произойдет благодаря увеличению валовой прибыли на 1,2% в 2000 г. и в последующие годы. Отметим, что прогнозируемая величина EBITDA в 2003 г. в этом случае должна была составить 37,5 млн. долл. Задайте себе вопрос, а что именно должно произойти для реализации такого варианта? В школах бизнеса этот сценарий называется ЧМП (Что может получиться\*). Задуматься о таких условиях — простое и полезное упражнение.

*Вариант, наименее благоприятный для инвесторов.* Этот сценарий опирается на те же самые предположения, за исключением того, что текущие расходы сохраняются на уровне 1998 г. (а не сократятся), поскольку они оцениваются как процент от выручки. Обратите внимание, что в этом случае прогнозируемое значение EBITDA в 2003 г. должно было составить 23,7 млн. долл. Это сценарий ЧМНП (Что может не получиться\*\*)\*. Этот вариант значительно важнее, чем ЧМП. В случае, если дела идут хорошо, все довольны, а вот если события развиваются неблагоприятным образом, вы окажетесь в тяжелой ситуации. Вам нужно внимательно рассмотреть каждый элемент ЧМНП и подумать, как такой сценарий может повлиять на ваши итоговые показатели. Вы должны понимать, что вам будет неприятно рассматривать подобный сценарий, и все же вам нужно заставить себя это сделать.

### *Резюме модели*

На основе указанных предположений давайте рассмотрим резюме модели. Это одна страница обобщенной информации, где представлены все основные результаты модели, посмотрев которые, можно сказать, будет сделка работать или нет. Внимательно и терпеливо прочтите этот раздел книги — он очень подробный, но и очень важный для анализа. Таблица 8.1 представляет собой основной вариант модели для компании Techway и показывает все основные разделы резюме модели (таблицы начиная с А

\* What can go right? (WCGR) — англ.

\*\* What can go wrong? (WCGW) — англ.



и заканчивая Д), которые мы будем обсуждать. Давайте кратко разберемся с этими показателями.

*Раздел А: Источники и использование финансирования.* Это очень важный раздел, в котором описываются ваши источники капитала для транзакций, в частности, сколько заемных средств и собственного капитала вам понадобится, чтобы финансировать покупку компании. Таблица 8.1.А показывает, что вы можете использовать долговое финансирование разного уровня (то есть различные источники финансирования), у которых могут быть разные процентные учетные ставки. В большинстве сделок структура кредитов достаточно проста, но, как вы можете видеть, модель пригодна и для более сложных случаев.

Раздел «Использование» показывает вам, на какие цели тратятся денежные средства: платежи продавцам, возобновляемое инвестирование в акционерный капитал, выплата вознаграждения и комиссионных. Одна небольшая, но важная деталь: разделы «Источники» и «Использование» должны быть сбалансированы. В данном случае это относится к сделке по покупке компании Techway за 103,3 млн. долл.

*Раздел В: Прогнозируемая структура капитала.* Этот раздел снова предоставляет информацию об источниках финансирования и их использовании, а также дополнительно дает важную информацию о том, какой процент в структуре капитала составляет заемный капитал (в данном случае 51,6%) и каково процентное соотношение заемного капитала и мультипликатора EBITDA (в данном случае 3,1 раза). В таких сделках, как выкуп компании Techway, относящихся к сфере сервиса, объем заемного капитала обычно в три раза превышает мультипликатор EBITDA. Если ваша модель показывает, что общий объем займов превышает EBITDA в пять раз — это значит, что ваша задолженность слишком велика. Справа внизу в этом разделе показано, что вы готовы заплатить за покупку бизнеса сумму, в шесть превышающую EBITDA, — это наша цель.

*Раздел С: Акционерная собственность.* Теперь мы добрались до самого приятного! Это очень важная таблица, которая показывает, кто какой долей компании владеет и сколько за это платит. В данном случае вы видите, что инвестор вносит 45 млн. долл., что позволит ему стать собственником 76,5% компании, в то время как менеджеры инвестируют 700 тыс. долл. и получают за это 15% компании (вот оно, ваше преимущество!).

*Раздел D: Внутренняя норма доходности (ВНД).* Это самое основное: норма доходности на инвестированные доллары. Это самый важный раздел модели для инвесторов и для вас тоже. В этом разделе модели много важных элементов. Сначала короткий комментарий относительно внутренней нормы доходности (ВНД), которая просто оценивает ежегодный совокупный доход на денежные средства, инвестированные в сделку.

**А: Источники и использование финансирования**

| Источники финансирования                    | Итого<br>(млн. долл.) | Процентная<br>ставка (%) | Использование<br>финансовых средств |
|---|-----------------------|--------------------------|-------------------------------------|
| Денежные средства из бухгалтерского баланса | 0                     |                          | Итого (млн. долл.) 95               |
| Новый возобновляемый кредит                 | 13,25                 | 0,09                     | Выплаты денежных средств владельцам |
| Новый старший срочный кредит А              | 40                    | 0,09                     | Акционерная собственность           |
| Новый старший срочный кредит В              | 0                     | 0                        | Векселя владельцам                  |
| Новый старший срочный кредит С              | 0                     | 0                        | Денежные средства сверх лимита      |
| Новый младший долг                          | 0                     | 0,12                     | Стоимость для владельцев            |
| Векселя продавцам                           | 0                     | 0,12                     | Выплаты задолженности               |
| Новые привилегированные акции, (РПК*)       | 46                    | 0,15                     | Новые поступления                   |
| Перевод (ролловер) акций продавцам (а)      | 0,4                   | 0                        | денежных средств                    |
| Новые обыкновенные акции (а)                | 3,6                   |                          | Расходы покупателя                  |
|   | 103,3                 |                          | 103,3                               |

а) Часть прежних акций преобразуется в новые привилегированные акции.

\* РПК (payment in kind) — платеж натурой: оплата товарами и услугами (в отличие от оплаты деньгами).

**В: Прогнозируемая структура капитала**

| Прогнозируемая структура капитала              | На основе рыночной стоимости (млн. долл.) | Календарный 1998 г. x EBITDA | Финансовый 1999 г. x EBITDA |
|--|---|------------------------------|-----------------------------|
| Возобновляемый кредит                          | 13,25                                     | 12,8%                        | 0,8                         |
| Новый старший срочный заем А                   | 40  | 38,7%                        | 2,3                         |
| Новый старший срочный заем В                   | 0   | 0,0%                         | 0,0                         |
| Новый старший срочный заем С                   | 0   | 0,0%                         | 0,0                         |
| Новый младший долг                             | 0   | 0,0%                         | 0,0                         |
| Общая задолженность                            | 53,25                                     | 51,0%                        | 3,1                         |
| Векселя продавцам                              | 0   | 0,0%                         | 0,0                         |
| Привилегированные акции (РПК)                  | 46  | 44,6%                        | 2,7                         |
| Перевод (ролловер) акций                       | 0,4                                       | 0,4%                         | 0,0                         |
| Обыкновенные акции                             | 3,6                                       | 3,5%                         | 0,2                         |
| Совокупный собственный капитал                 | 50  | 48,4%                        | 2,9                         |
| Совокупный капитал (включая денежные средства) | 103,25                                    | 100,0*                       | 6,1                         |

**С: Акционерная собственность**

| Владение акционерным капиталом                | Акции        |                   | % инвестиций |              | Собственность        |                              |                                       |
|---|--------------|-------------------|--------------|--------------|----------------------|------------------------------|---------------------------------------|
|   | Обыкновенные | Привилегированные | Всего        | Обыкновенные | Варианты до опционов | Собственность после опционов | Полностью разбавленная собственность* |
| Перевод (ролловер) акций материнской компании | 0,4          | 4,6               | 5            | 8,5%         | 0,0%                 | 8,5%                         | 8,5%                                  |
| Финансовый инвестор                           | 3,6          | 41,4              | 45           | 76,5%        | 0,0%                 | 76,5%                        | 76,5%                                 |
| Собственность менеджеров*                     | 0,7          | 0                 | 0,7          | 15,0%        | 0,0%                 | 15,0%                        | 15,0%                                 |
| Младший долг                                  | 0            | 0                 | 0            | 0,0%         | 0,0%                 | 0,0%                         | 0,0%                                  |
| РПК Варианты                                  | 0            | 0                 | 0            | 0,0%         | 0,0%                 | 0,0%                         | 0,0%                                  |
| Общая собственность                           | \$4,7        | \$46,0            | \$50,7       | 100,0%       | 100,0%               | 100,0%                       | 100,0%                                |

\* Полностью разбавленная собственность (Fully — Diluted Ownership) — соотношение прав собственности при допущении, что реализованы все опционы на обыкновенные акции, варианты и конвертируемые ценные бумаги — Прим. пер.

**D: Внутренняя норма доходности****Внутренняя норма доходности****Прирост инвестиций инвесторов****Оценка соинвестиций менеджеров  
в собственный капитал****Совокупный доход инвесторов**

| Мульти-<br>пликатор<br>EBITDA | Прирост инвестиций инвесторов |         | Оценка соинвестиций менеджеров<br>в собственный капитал |         | Совокупный доход инвесторов |         |
|-------------------------------|-------------------------------|---------|---|---------|-----------------------------|---------|
|                               | 3-й год                       | 4-й год | 5-й год   | 3-й год | 4-й год                     | 5-й год |
| 6,00                          | 36,9%                         | 31,3%   | 28,4%   | \$70,5  | \$88,8                      | \$111,9 |
| 7,00                          | 45,2%                         | 36,7%   | 32,3%   | \$92,7  | \$112,3                     | \$137,3 |
| 8,00                          | 52,6%                         | 41,6%   | 35,8%   | \$115,0 | \$135,9                     | \$162,7 |
|                               |                               |         |   | \$10,3  | \$12,0                      | \$14,4  |
|                               |                               |         |   | \$14,7  | \$16,7                      | \$19,4  |
|                               |                               |         |   | \$19,0  | \$21,3                      | \$24,4  |

**E: Прогнозируемые доходы****Финансовый год, по декабрь**      **Календарный год**      **Прогноз на 12 месяцев, по декабрь,**

|  | 1996    | 1997    | 1998    | 1999    | 2000    | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Чистая выручка   | \$270,5 | \$256,5 | \$278,0 | \$300,0 | \$325,0 | \$350,0 | \$374,5 | \$400,7 | \$428,8 | \$458,8 | \$490,9 | \$525,3 |
| % роста  |         | -5,2%   | 8,4%    | 7,9%    | 8,3%    | 7,7%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    |
| EBITDA (до выплаты вознаграждения<br>за услуги менеджеров) | 3,1     | 0,0     | 17,1    | 17,5    | 24,0    | 29,3    | 31,0    | 33,4    | 36,1    | 39,2    | 43,1    | 45,6    |
| % чистой выручки   | 1,1%    | 0,0%    | 6,1%    | 5,8%    | 7,4%    | 8,4%    | 8,3%    | 8,3%    | 8,4%    | 8,5%    | 8,6%    | 8,7%    |
| EBITDA (до выплаты вознаграждения<br>за услуги менеджеров) | 0,5     | -2,8    | 14,8    | 14,3    | 20,6    | 25,7    | 27,5    | 29,4    | 31,5    | 33,7    | 36,0    | 38,6    |
| % чистой выручки   | 0,2%    | -1,1%   | 5,3%    | 4,8%    | 6,3%    | 7,3%    | 7,3%    | 7,3%    | 7,3%    | 7,3%    | 7,3%    | 7,3%    |
| Капитальные затраты  | 0,0     | 1,6     | 2,3     | 4,5     | 4,5     | 2,2     | 2,3     | 2,5     | 2,6     | 2,8     | 3,0     | 3,2     |
| Чистый долг  |         |         | 53,3    | 50,8    | 46,3    | 36,0    | 24,2    | 10,6    | -5,0    | -22,8   | -43,5   | -65,6   |
| Общий непогашенный долг                                    |         |         | 53,3    | 50,8    | 46,3    | 36,0    | 24,2    | 10,6    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| EBITDA/общие процентные выплаты                            |         |         | 3,6     | 3,6     | 5,2     | 7,0     | 9,5     | 15,3    | 37,8    |         |         |         |
| EBITDA-Кап. затраты/<br>общие процентные выплаты           |         |         | 3,1     | 2,7     | 4,2     | 6,5     | 8,8     | 14,1    | 35,0    |         |         |         |
| Общая задолженность/EBITDA                                 |         |         | 3,1     | 2,9     | 1,9     | 1,2     | 0,8     | 0,3     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |

\* Доля менеджмента в собственном капитале частично финансируется при помощи денежных средств, внесенных менеджерами, а частично — при помощи кредитов, предоставляемых компанией. Для упрощения это не показано в источниках финансирования.

Этот показатель учитывает ваши начальные инвестиции, отток денежных средств, затем принимает во внимание прогнозируемый доход, который вы получаете за счет притока денежных средств в последующие годы, *плюс* остаточную стоимость или стоимость ваших инвестиций в момент выхода. Еще два комментария о ВНД: прежде всего, как вы увидите, когда станете анализировать различные сценарии, она очень чувствительна к мультипликатору на выходе и промежутку времени. Гораздо проще добиться 40%-ной внутренней нормы доходности в течение двухлетнего, чем в течение пятилетнего периода. Эффект сложных процентов за длительный период времени трудно рассчитать. Кроме того, некоторые инвесторы полагают, что ВНД — это менее важный показатель, чем абсолютный доход в долларовом выражении. Они любят говорить, что «на ВНД хлеба не купишь». Инвестиции на короткий период могут иметь очень высокую норму доходности, но при этом приносить маленький абсолютный доход в долларах. Вам нужно учитывать оба этих показателя, так как в конечном итоге вас интересует, какой доход принесет сделка в долларовом выражении. Поэтому в этом разделе модели (табл. 8.1.D) много критически важных показателей. Во-первых, она показывает диапазон мультипликаторов на выходе из сделки. Одно из важных практических правил: вам не следует предполагать, что мультипликатор на выходе из сделки будет выше, чем на входе. Если вы покупаете компанию по цене, которая в пять раз выше EBITDA, то вам следует предположить, что вы и продадите ее по цене в пять раз выше EBITDA. *Не следует предполагать*, что в будущем этот мультипликатор вырастет. Если это все же случится — то будет просто отлично, вам крупно повезет. Но не рассчитывайте на подобный результат в вашем анализе. В данном случае мы покупали при значении мультипликатора, равном 6 EBITDA, а анализировали (проявляя оптимизм) доходы на выходе для значений 6, 7, 8 EBITDA.

Далее вы увидите, что предсказывает модель на выходе. Как мы уже обсуждали и как покажет вам модель, промежуток времени оказывает огромное влияние на внутреннюю норму доходности: ВНД всегда выше, если вы владеете компанией относительно короткое время и раньше выходите из сделки. Типичным является период владения компанией длительностью 3–5 лет. В следующем разделе таблицы с данными по ВНД показан совокупный доход в долларах, который получают инвесторы при реализации каждого из вариантов. Это большие суммы, но, конечно, это и большой риск, и высокая вероятность потерять солидный капитал, если сделка окажется неудачной.

Далее представлены ключевые для менеджеров показатели, демонстрирующие, сколько заработает команда менеджеров, если сделка будет успешной. Таблица 8.1.D показывает, что этот показатель варьирует в широком диапазоне: вы можете получить от 10 млн. долл. — при выходе из сделки через

3 года и значении 6 EBITDA на выходе — до 24 млн. долл. — при выходе через 5 лет и 8 EBITDA. Это действительно широкий диапазон, и он демонстрирует зависимость прогнозируемого дохода от времени владения акциями компании и величины мультипликатора EBITDA на выходе. Разделите эти доллары на пять высших менеджеров, участников вашей команды — и картина получится весьма привлекательной. Теперь все, что вам остается, — это решить самую трудную задачу: выполнить задуманное.

*Раздел Е: Прогнозируемые доходы.* Этот последний раздел модели чрезвычайно важен, и менеджерам необходимо его тщательно проанализировать. Что заработает компания в будущем? Насколько быстро будут расти или снижаться доходы и прибыли, какую задолженность нужно будет выплачивать в будущем? Никто не может безошибочно предсказать будущее, но вам нужно составить максимально обоснованный и точный план. Для этого вам сначала необходимо «разобрать по винтику» весь бизнес компании и проанализировать ее клиентов, а затем использовать всю эту информацию для базового варианта вашего плана. Проявите разумный консерватизм: не основывайте ваш план на маловероятных событиях. Вам также нужно тщательно спрогнозировать ваши вероятные капитальные затраты и необходимый оборотный капитал. Все это — деньги, которые можно было бы использовать для выплаты задолженности или увеличения ваших прибылей. Этот раздел модели — финальный итог вашего планирования и обобщение остальных разделов модели, в которых показатели анализировались более детально.

Применительно к нашему конкретному примеру модель показывает рост выручки 7–7,5% в год (или чуть более низкий, если придерживаться более консервативных оценок), что соответствует положению компании на рынке. Также она предполагает, что EBITDA *будет расти* — этого нелегко добиться, но в нашем случае такая оценка обосновывается ожидаемым снижением затрат. Также прогнозируется рост капитальных затрат на 4,5 млн. долл. в год (в предыдущий год этот рост составлял 2,3 млн. долл.). Он необходим, чтобы компенсировать потерю той доли финансирования, которую раньше обеспечивала материнская компания. Далее, в нижней строчке таблицы 8-1.Е, модель показывает основные долговые коэффициенты, один из которых равен величине EBITDA, деленной на сумму выплачиваемых общих процентных выплат, — чтобы получить сведения об общей задолженности компании. В данном случае коэффициент покрытия EBITDA, равный 3,6, является высоким (и это хорошо), что отражает относительно высокую долю собственного капитала (и умеренную задолженность) для сделки.

В целом это резюме модели, уместяющееся на одном листе бумаги, дает сжатое представление обо всем, что вам нужно знать о сделке. В данном слу-

чае прогноз достаточно обоснован, принимая во внимание благоприятное положение компании на рынке и коэффициенты доходности в соотношении с рисками для данной сделки. С точки зрения инвестора, эту сделку стоит заключать. Теперь следует сравнить три варианта развития событий (базовый, благоприятный и неблагоприятный), чтобы понять, как они влияют на прибыль менеджеров. Вы найдете полные версии модели для благоприятного и неблагоприятного варианта развития событий в приложении К.

#### *Доходы команды при различных сценариях развития событий*

Анализируя и сравнивая базовый, благоприятный и неблагоприятный варианты, мы можем проследить, насколько существенно влияют на прогнозируемые доходы инвестора и менеджеров различные ожидаемые параметры успешности работы компании. В базовом варианте генеральный директор компании Techway со своей командой может потенциально заработать собственный капитал в размере 19,4 млн. долл. за пять лет (если предположить, что цена компании на выходе будет равна семикратной величине EBITDA). В случае благоприятного варианта они могут получить значительно больше — 25 млн. долл., а неблагоприятного — меньше, т. е. только 5,8 млн. долл. (см. табл. 8.2 и 8.3, ниже).

Как мы уже говорили, использованные мультипликаторы основаны на типичных для отрасли значениях, и обычно рассматривается не единственный мультипликатор, а его возможный диапазон. Для компании Techway в модели использовался мультипликатор, 6–8-кратный EBITDA. Как уже сообщалось, этот показатель соответствует полной цене компании. Для того чтобы рассчитать, что получают менеджеры на выходе, вам нужно вычесть из полной стоимости компании полную задолженность (что дает стоимость собственного капитала) и учесть, что менеджеры получают 15% собственного капитала компании.

Сходный анализ показывает, какой доход получают инвесторы: в базовом варианте они получают 32% дохода на свои инвестиции или прирост капитала в размере 137 млн. долл. Результаты для оптимистического варианта развития событий еще лучше, но при неблагоприятном развитии событий они получают всего 20%. Если учесть, что инвесторы, занимающиеся прямыми инвестициями, требуют по меньшей мере 30%-ный ежегодный доход, то становится очевидным, что процент дохода, полученный при неблагоприятном варианте (20%;), таков, что сделка становится непривлекательной для внешних инвесторов. Если вы получаете такую оценку доходности для базового варианта, то модель демонстрирует вам четко и ясно: вы платите за компанию слишком много, и ее цена должна быть снижена.

Цифры, которые менеджеры используют в своих планах, играют ключевую роль при оценке сделки. Если ваш финансовый партнер верит вашим цифрам и они обещают ему хороший доход, значит, сделка состоится. Если

же нет, то вам будет очень трудно найти инвесторов, которых она заинтересует. Вот почему хорошо подготовленная бизнес-стратегия, которую мы обсуждали в главе 5, так важна для привлечения капитала и успешного завершения сделки.

В начале работы над проектом не стоит полагаться на слишком оптимистичные оценки. Многие менеджеры, совершающие такую ошибку, потом — когда они начинают обсуждать свой план с потенциальными инвесторами, — вынуждены отказываться от таких завышенных ожиданий, и это снижает доверие к ним. Какие бы планы вы ни представили, вам придется следовать им в течение нескольких лет. Лучше, если они будут честными и достижимыми, иначе вы можете попасть в капкан.

#### *Следите за выплатами вознаграждения и комиссионных*

В разделе «Использование финансовых средств» в таблице 8.1. А почти 3,3 млн. долл. отводится на расходы покупателя. Такие затраты нельзя считать чем-то экстраординарным, но по мере реализации сделки за этим показателем нужно следить. Это расходы непосредственно из средств компании, и они финансируются в момент заключения сделки банками. Очень важно, однако, обсудить с вашим партнером, как будут распределяться эти деньги, если сделка сорвется. Обычная практика такова: каждый партнер сам покрывает свои издержки, причем, поскольку обычно юристов и бухгалтеров для подготовки сделки нанимает инвестор, то он и берет на себя немалые расходы по оплате их услуг, если она срывается. Фондам прямых инвестиций их партнеры обычно возмещают подобные расходы и, кроме того, в контрактах с юридическими и бухгалтерскими фирмами они обычно оговаривают, что, если сделка не состоится, то плата этим фирмам будет существенно снижена.

Данные, приведенные в Приложении К, подробно показывают, каким образом рассчитываются соответствующие цифры.

## **Дележ «добычи»**

Еще одна проблема при анализе сделки — это выбор команды высших менеджеров и решение о том, как будут поделены доходы между ее участниками. В случае выкупа компании менеджерами первая часть решения достаточно очевидна. Обычно это 4–5 высших менеджеров компании — проблема в том, на каком уровне «провести черту». Как правило, в команду входят генеральный директор, финансовый директор и руководители отделов продаж, производства и маркетинга. В некоторых отраслях, например при выкупе технологических компаний, вы можете включить в «команду» руководителей отделов информации и по подбору персонала. Менеджерам более низкого уровня также можно передать часть акций,

Таблица 8.2. Благоприятный вариант финансовой модели сделки с Teshway

Источники и использование финансирования

| Источники финансирования                    | Итого (млн. долл.) | Процентная ставка (%) | Использование финансовых средств    | Прогнозируемая структура капитала | На основе рыночной стоимости (млн. долл.) | Календарный 1998 г. x EBITDA | Финансовый 1999 г. x EBITDA |
|---|--------------------|-----------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|---|------------------------------|-----------------------------|
|   |                    |                       |                                     |                                   |   |                              |                             |
| Денежные средства из бухгалтерского баланса | 0,0                |                       | Итого (млн. долл.)                  | Возобновляемый кредит             | 13,3                                      | 12,8%                        | 0,8x                        |
| Новый возобновляемый кредит                 | 13,3               | 9,0                   | Выплаты денежных средств владельцам | Новый старший срочный заем А      | 40  | 38,7%                        | 2,3 x                       |
| Новый старший срочный кредит А              | 40,0               |                       | Акционерная собственность           | Новый старший срочный заем В      | 0,0                                       | 0,0%                         | 0,0 x                       |
| Новый старший срочный кредит В              | 0,0                | 0,0                   | Векселя владельцам                  | Новый старший срочный заем С      | 0,0                                       | 0,0%                         | 0,0 x                       |
| Новый старший срочный кредит С              | 0,0                | 0,0                   | Денежные средства сверх лимита      | Новый младший долг                | 0,0                                       | 0,0%                         | 0,0 x                       |
| Новый младший долг                          | 0,0                | 12,0                  | Стоимость для владельцев            | Общая задолженность               | 53,3                                      | 51,6%                        | 3,1 x                       |
| Векселя продавцам                           | 0,0                | 12,0                  | Выплаты задолженности               | Векселя продавцам                 | 0,0                                       | 0,0%                         | 0,0 x                       |
| Новые привилегированные акции (РПК*)        | 46,0               | 15,0                  | Новые поступления денежных средств  | Привилегированные акции (РПК)     | 46  | 44,6%                        | 2,7 x                       |
| Перевод (ролlover) акций продавцам (а)      | 0,4                | 0,0                   | Расходы покупателя                  | Перевод (ролlover) акций          | 0,4                                       | 0,4%                         | 0,0 x                       |
| Новые обыкновенные акции                    | 3,6                |                       | 103,3                               | Обыкновенные акции                | 3,6                                       | 3,5%                         | 0,2 x                       |
|   | 103,3              |                       |                                     | Совокупный капитал                | 50  | 48,4%                        | 2,9x                        |

а) Часть прежних акций преобразуется в новые привилегированные акции.

\* РПК (payment in kind) — платеж натурой: оплата товарами и услугами (в отличие от оплаты деньгами).

| Владение акционерным капиталом                | Акции        |                   |        | % инвестиций |                   |  | Собственность |          |                              |
|---|--------------|-------------------|--------|--------------|-------------------|--|---------------|----------|------------------------------|
|   | Обыкновенные | Привилегированные | Всего  | Обыкновенные | Привилегированные |  | Обыкновенные  | Варранты | Собственность после опционов |
| Перевод (ролlover) акций материнской компании | 0,400        | 4,6               | \$5,0  | 8,5%         | 10,0%             |  | 8,5%          | 0,0%     | 8,5%                         |
| Финансовый инвестор                           | 3,600        | 41,4              | 45,0   | 76,5%        | 90,0%             |  | 76,5%         | 0,0%     | 76,5%                        |
| Собственность менеджеров**                    | 0,706        | 0,0               | 0,7    | 15,0%        | 0,0%              |  | 15,0%         | 0,0%     | 15,0%                        |
| Младший долг                                  | 0,0          | 0,0               | 0,0    | 0,0%         | 0,0%              |  | 0,0%          | 0,0%     | 0,0%                         |
| РПК Варранты                                  | 0,0          | 0,0               | 0,0    | 0,0%         | 0,0%              |  | 0,0%          | 0,0%     | 0,0%                         |
| Общая собственность                           | \$4,706      | \$46,0            | \$50,7 | 100,0%       | 100,0%            |  | 100,0%        | 0,0%     | 100,0%                       |

Совокупный капитал (включая денежные средства) 103,3 100,0% 6,1x



| Внутренняя норма доходности                       |         |         |         |         |                               |         |         |         |         |                                |         |         |         |         |
|---|---------|---------|---------|---------|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Совокупный доход инвесторов в собственный капитал |         |         |         |         | Прирост инвестиций инвесторов |         |         |         |         | Оценка соинвестиций менеджеров |         |         |         |         |
|   |         |         |         |         |                               |         |         |         |         |                                |         |         |         |         |
| Мультипликатор EBITDA                             |         |         |         |         |                               |         |         |         |         |                                |         |         |         |         |
| 3-й год   | 4-й год | 5-й год | 3-й год | 4-й год | 5-й год                       | 3-й год | 4-й год | 5-й год | 3-й год | 4-й год                        | 5-й год | 3-й год | 4-й год | 5-й год |
| 6,00 x  | 44,4%   | 36,7%   | 32,5%   | \$90,6  | \$112,0                       | \$138,6 | \$14,2  | \$16,6  | \$19,7  |                                |         |         |         |         |
| 700x  | 52,8%   | 42,1%   | 36,4%   | \$115,6 | \$138,6                       | \$167,2 | \$19,1  | \$21,8  | \$25,3  |                                |         |         |         |         |
| 8,00 x  | 60,4%   | 47,0%   | 39,9%   | \$140,6 | \$165,1                       | \$195,8 | \$24,1  | \$27,0  | \$30,9  |                                |         |         |         |         |

|   |  | Финансовый год, по декабрь |         | Календарный год |       | Прогноз на 12 месяцев, по декабрь |       |         |         |         |         |         |          |         |         |         |
|---|--|----------------------------|---------|-----------------|-------|-----------------------------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
|   |  | 1996                       | 1997    | 1998            | 1998  | 1997                              | 1998  | 1999    | 2000    | 2001    | 2002    | 2003    | 2004     | 2005    | 2006    | 2007    |
| Чистая выручка  |  | \$270,5                    | \$256,5 | \$278,0         | 8,4%  | \$278,0                           | 8,4%  | \$300,0 | \$325,0 | \$350,0 | \$374,5 | \$400,7 | \$428,8  | \$458,8 | \$490,9 | \$525,3 |
| % роста   |  |                            | -5,2%   |                 |       |                                   |       | 7,9%    | 8,3%    | 7,7%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%     | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    |
| EBITDA (до выплаты вознаграждения за услуги менеджеров) |  | 3,1                        | 0,0     | 17,1            | 17,1  | 17,1                              | 17,5  | 17,5    | 27,9    | 32,9    | 34,9    | 37,5    | 40,5     | 43,9    | 48,1    | 51,0    |
| % чистой выручки  |  | 1,1%                       | 0,0%    | 6,1%            | 6,1%  | 6,1%                              | 5,8%  | 5,8%    | 8,6%    | 9,4%    | 9,3%    | 9,4%    | 9,5%     | 9,6%    | 9,8%    | 9,7%    |
| EBITDA (до выплаты вознаграждения за услуги менеджеров) |  | 0,5                        | (2,8)   | 14,8            | 14,8  | 14,8                              | 14,3  | 14,3    | 24,5    | 29,3    | 31,3    | 33,5    | 35,9     | 38,4    | 41,1    | 44,0    |
| % чистой выручки  |  | 0,2%                       | -1,1%   | 5,3%            | 5,3%  | 5,3%                              | 4,8%  | 4,8%    | 7,5%    | 8,4%    | 8,4%    | 8,4%    | 8,4%     | 8,4%    | 8,4%    | 8,4%    |
| Капитальные затраты                                     |  | 0,0                        | 1,6     | 2,3             | 2,3   | 2,3                               | 4,5   | 4,5     | 4,5     | 2,2     | 2,3     | 2,5     | 2,6      | 2,8     | 3,0     | 3,2     |
| Чистый долг   |  |                            |         | 53,3            | 53,3  | 53,3                              | 50,8  | 50,8    | 43,8    | 31,2    | 16,8    | 0,3     | (18,4)   | (39,5)  | (63,6)  | (89,4)  |
| Общий непогашенный долг EBITDA/общие процентные выплаты |  |                            |         |                 |       |                                   |       |         |         |         |         |         |          |         |         |         |
|   |  |                            |         | 3,6 x           | 3,6 x | 3,6 x                             | 3,6 x | 3,6 x   | 6,1 x   | 8,3 x   | 12,3 x  | 24,7 x  | 1390,3 x | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| EBITDA—Кап.затраты/общие процентные выплаты             |  |                            |         | 3,1 x           | 3,1 x | 3,1 x                             | 2,7 x | 2,7 x   | 5,1 x   | 7,7 x   | 11,5 x  | 23,0 x  | 1299,4 x | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| Общая задолженность/ EBITDA                             |  |                            |         | 3,1 x           | 3,1 x | 3,1 x                             | 2,9 x | 2,9 x   | 1,6 x   | 1,0 x   | 0,5 x   | 0,0 x   | 0,0 x    | 0,0 x   | 0,0 x   | 0,0 x   |

\*\* Доля менеджмента в собственном капитале частично финансируется при помощи денежных средств, внесенных менеджерами, а частично — при помощи кредитов, предоставляемых компаниями. Для упрощения это не показано в источниках финансирования.



| Внутренняя норма доходности                       |         |         |         |         |                               |         |         |         |         |                                |         |         |         |
|---|---------|---------|---------|---------|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------------------------------|---------|---------|---------|
| Совокупный доход инвесторов в собственный капитал |         |         |         |         | Прирост инвестиций инвесторов |         |         |         |         | Оценка соинвестиций менеджеров |         |         |         |
| Мультипликатор EV/ITDA                            | 3-й год | 4-й год | 5-й год | 3-й год | 4-й год                       | 5-й год | 3-й год | 4-й год | 5-й год | 3-й год                        | 4-й год | 5-й год | 5-й год |
| 6,00 x  | 15,3%   | 15,4%   | 16,1%   | \$23,9  | \$34,9                        | \$50,0  | \$1,2   | \$1,5   | \$2,3   |                                |         |         |         |
| 7,00 x  | 23,5%   | 21,0%   | 20,2%   | \$39,7  | \$51,5                        | \$68,0  | \$4,3   | \$4,7   | \$5,8   |                                |         |         |         |
| 8,00 x  | 30,7%   | 25,9%   | 23,8%   | \$55,4  | \$68,1                        | \$85,9  | \$7,3   | \$8,0   | \$9,3   |                                |         |         |         |

| Финансовый год, по декабрь                               |         | Календарный год |         | Прогноз на 12 месяцев, по декабрь |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|--|---------|-----------------|---------|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1996   | 1997    | 1998            | 1998    | 1999                              | 2000    | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    |         |
| Чистая выручка   | \$270,5 | \$256,5         | \$278,0 | \$278,0                           | \$300,0 | \$325,0 | \$350,0 | \$374,5 | \$400,7 | \$428,8 | \$458,8 | \$490,9 | \$525,3 |
| % роста  | -5,2%   | 8,4%            |         |                                   | 7,9%    | 8,3%    | 7,7%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    |
| EV/ITDA (до выплаты вознаграждения за услуги менеджеров) | 3,1     | 0,0             | 17,1    | 17,1                              | 15,5    | 18,8    | 20,8    | 219     | 23,7    | 25,7    | 28,1    | 31,2    | 32,8    |
| % чистой выручки   | 1,1%    | 0,0%            | 6,1%    | 6,1%                              | 5,2%    | 5,8%    | 5,9%    | 5,8%    | 5,9%    | 6,0%    | 6,1%    | 6,3%    | 6,3%    |
| EV/ITDA (до выплаты вознаграждения за услуги менеджеров) | 0,5     | (2,8)           | 14,8    | 14,8                              | 12,3    | 15,4    | 17,2    | 18,4    | 19,7    | 21,0    | 22,5    | 24,1    | 25,8    |
| % чистой выручки   | 0,2%    | -1,1%           | 5,3%    | 5,3%                              | 4,1%    | 4,7%    | 4,9%    | 4,9%    | 4,9%    | 4,9%    | 4,9%    | 4,9%    | 4,9%    |
| Капитальные затраты                                      | 0,0     | 1,6             | 2,3     |                                   | 4,5     | 4,5     | 2,2     | 2,3     | 2,5     | 2,6     | 2,8     | 3,0     | 3,2     |
| Чистый долг  |         |                 |         |                                   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Общий непогашенный долг                                  |         | 53,3            |         |                                   | 52,0    | 50,7    | 45,7    | 39,9    | 33,0    | 24,9    | 15,2    | 3,0     | (10,2)  |
|  |         | 53,3            |         |                                   | 52,0    | 50,7    | 45,7    | 39,9    | 33,0    | 24,9    | 15,2    | 3,0     | 0,0     |
| EV/ITDA/ общие процентные выплаты                        |         | 36x             |         |                                   | 3,2x    | 4,0x    | 4,5x    | 5,3x    | 6,5x    | 8,6x    | 12,4x   | 22,6x   | 119,9x  |
| EV/ITDA-кап.затраты/ общие процентные выплаты            |         | 3,1x            |         |                                   | 2,3x    | 3,0x    | 4,0x    | 4,7x    | 5,9x    | 7,7x    | 11,2x   | 20,4x   | 108,0x  |
| Общая задолженность/ EV/ITDA                             |         | 3,1x            |         |                                   | 3,4x    | 2,7x    | 2,2x    | 1,8x    | 1,4x    | 1,0x    | 0,5x    | 0,1x    | 0,0x    |

*\*\* Доля менеджмента в собственном капитале частично финансируется при помощи денежных средств, внесенных менеджерами, а частично — при помощи кредитов, предоставляемых компанией. Для упрощения это не показано в источниках финансирования.*

\*\* Доля менеджмента в собственном капитале частично финансируется при помощи денежных средств, внесенных менеджерами, а частично — при помощи кредитов, предоставляемых компанией. Для упрощения это не показано в источниках финансирования.

что обычно делается при завершении сделки или после того, как процесс выкупа полностью завершен.

Вам нужно быть уверенным, что участники вашей команды обладают полным набором необходимых навыков. Даже если эти люди уже работают в фирме, может случиться так, что вам придется найти и привлечь к работе дополнительных сотрудников в начале или в процессе реализации вашего бизнес-плана. Вам может понадобиться кто-то с опытом предпринимательской деятельности или навыками работы в области инвестиций, маркетинга или технологии. Если в вашей команде нет юриста, вам будет нужен специалист с юридическим образованием, чтобы выполнять роль главного консультанта по правовым вопросам. Эти люди могут стать или партнерами в вашей команде, или служащими компании — в зависимости от того, насколько важно их участие для успеха вашего плана.

В случае внешнего выкупа создание команды — это более сложный процесс. Вы можете подобно Биллу Гуверу и Стью Джонсону сформировать «сборную» из лучших людей, с которыми вы раньше работали, хотя не все из них с легкостью согласятся на ваше предложение. Участники вашей команды могут высказать сомнение в ценности того или иного из ее членов, поскольку каждый из них претендует на долю доходов. Это может стать источником конфликта. «У нас были очень интересные беседы, — рассказывал Гувер, — некоторые участники задавали друг другу вопросы о том, чем они могут быть полезными команде».

Что вам делать, если кто-то, кого вы пригласили, отказывается? При внутреннем выкупе такое случается редко. Люди не хотят оставаться в стороне и знают, что если не будут участвовать в сделке, то самое большое, на что они могут надеяться, отказавшись от участия, — это сохранение своей должности в новой фирме, но при этом они не получают высоких доходов, которые достанутся участникам выкупа. Хотя менеджеры могут сомневаться, стоит ли выкупать компанию, если решение будет принято, очень редко кто-то из них решит остаться в стороне.

Если команда собирается из менеджеров, не работающих в компании, то уговорить людей оставить свои нынешние должности и перейти в новую компанию окажется, как обнаружил на собственном опыте Билл Гувер, гораздо сложнее. Вам может помочь убедительный рассказ о перспективах сделки, о том, что вы заключаете ее на хороших условиях и что у вас сильные партнеры. Вам нужно дать почувствовать кандидатам на участие в команде ее потенциальные выгоды и в то же время рассказать о реальных рисках. Еще хуже — по сравнению с ситуацией, когда вы не сумели убедить нужных вам людей участвовать в сделке, — сначала получить их согласие, а затем узнать, что при первых же трудностях они решили выйти из дела.

В конечном итоге, каждый принимает свое решение самостоятельно и учитывает свои интересы, и многим нелегко рискнуть и отправиться в неизведанное.

Команде предстоит выполнить много сложной работы, поэтому ключевым условием для достижения успеха является хорошая совместимость ее участников. Члены команды должны понимать друг друга. Гувер знал об этом, вот почему он не хотел заключать сделку до тех пор, пока не получит поддержку своих коллег. «Лучше, чтобы не было разногласий относительно того, что участники команды хотят делать, — говорит Гувер. — Хорошо, если никого не нужно принуждать. Некоторых людей можно заставить сказать “да” при помощи разных уловок, но лучше так не поступать. Участники команды должны быть ей абсолютно преданы». Такое же взаимопонимание необходимо и с вашим внешним партнером.

Генеральный директор компании, руководящий процессом выкупа, должен очень внимательно относиться к отношениям с партнерами и до заключения сделки, и после него. В первом случае нужно работать вместе с партнером, чтобы она состоялась. Во втором генеральный директор остается на своей должности, каковы бы ни были финансовые условия сделки. Чем четче будут определены рабочие взаимоотношения после совершения сделки, тем легче пройдет переходный период.

## **Распределение акций между высшими менеджерами**

Соглашения между финансовыми партнерами обычно определяют только общий размер доли акций, которую получит команда менеджеров. Потом они сами решают, каким образом распределить их между собой. Это может оказаться сложной проблемой. Хотя компания по выкупам не будет обсуждать индивидуальные контракты менеджеров, ее представители заинтересованы в том, чтобы узнать, как вы планируете это сделать, чтобы стимулировать сотрудников организации. Обычно большую часть акций — от 70 до 80% — получают 5–10 высших менеджеров компании. На долю генерального директора обычно приходится от половины до трети акций из доли высших менеджеров. Другими словами, если менеджеры по условиям сделки должны получить 15% акций, то высшие менеджеры получают примерно 12%, а генеральный директор — 4–6% акций из этой доли. Финансовый директор обычно получает половину того, что причитается генеральному директору: в нашем примере от 2–3%.

Для того чтобы стимулировать менеджеров более низкого ранга, чем высшие менеджеры, среди них обычно распределяют 20% акций из общей доли менеджеров. Например, при выкупе компании Software AC акции получили примерно 70–80 менеджеров среднего уровня этой компании, в которой работает 900 сотрудников. Менеджерам также следует с самого

начала обсудить с инвесторами выделение дополнительных 2–3% акций для людей, которые позднее будут приняты на работу.

То, в какой форме сотрудникам компании сообщается о распределении акций, не менее важно, чем реальные доли и проценты. Ни один из менеджеров не будет испытывать бурной радости, узнав о том, что он получит всего 0,5% акций компании, которой отдал столько сил. Хотя, на первый взгляд, эта доля представляется мизерной, на самом деле она может принести солидный доход. С точки зрения налаживания психологического климата в компании лучше сообщать сотрудникам не процентные доли, а количество акций, которые они получают. Например, в случае компании Techway инвестиции составили 50 млн. долл. Если менеджеры получают 15%, то другие инвесторы, которые вкладывают в компанию 50 млн. долл., получают за это 85% ее акций. Таким образом, общий акционерный капитал компании составляет примерно 59 млн. долл. (учитывая, что 50 млн. долл. — это 0,85 от этого капитала). Если за акцию установлена цена в один доллар, тогда 50 млн. акций принадлежат инвесторам, а 9 миллионов распределяются среди менеджеров. Теперь, если менеджер получает 1% акций, это значит, что он становится обладателем 590 тыс. акций. Даже менеджеры, которые получают доли процента, становятся собственниками существенного количества акций. Например, 0,03% акций — это в абсолютном выражении 20 тыс. акций. Не правда ли, такая цифра звучит впечатляюще? Это так и будет, если вам удастся реализовать ваш план, но, чтобы его выполнить, вам нужно пройти по минному полю — только тогда вам удастся заключить сделку с продавцами и вашим партнером-инвестором. Это будет «наземная война», о которой речь пойдет в главе 9.

## ГЛАВА 9

---

### Подготовка к «наземной войне»

*Покажите мне человека, который не хочет заниматься мелочами, и я скажу вам, что этому человеку нельзя верить и в серьезных вещах.*

Лоурес Д. Белл, американский бизнесмен, занимающийся производством вертолетов

**В**ы подписали письмо о намерениях с продавцом и партнерами по выкупу. Ваш банк готов открыть финансирование, а ваша компьютерная модель показывает вам, что вы получите завидную внутреннюю норму доходности и сможете купить виллу на Лазурном берегу. Вы рассматриваете пейзаж с высоты 30 тыс. футов, и он представляется вам простым и безмятежным. Похоже, сделка пройдет легче, чем вы ожидали. Но потом вы спускаетесь пониже, проходите через облака — и оказываетесь в напряженной обстановке проведения процедуры «дью дилидженс» (due diligence).

Теперь вы уже не можете с комфортом наслаждаться общей панорамой съемок вашего «фильма». Если до этого момента вы могли работать автономно, то теперь «штурмуете траншею за траншеей», с целым «взводом» юристов, бухгалтеров, консультантов по данной отрасли, банкиров, инвесторов, окруженных, к тому же, тысячной «массовкой». Иногда это может оказаться относительно гладким и упорядоченным победным маршем (хотя и в этом случае он вас изрядно изматывает), но в других случаях это окажется не проще, чем высадка союзных войск на пляжах Нормандии во время Второй Мировой войны.

Это уже не воздушный полет — это война на земле. «Батальоны» юристов и бухгалтеров будут приходить в фирму. Генеральному директору и другим высшим менеджерам придется устраивать презентации для всех участвующих в сделке. Три банка, которые могут поддержать сделку или сорвать ее, будут постоянно донимать вас вопросами. Юристы, бухгалтеры и нервничающие партнеры станут также задавать вам миллионы вопросов: толковых, бестолковых и неуместных. Вам придется на все эти вопросы отвечать. Вы будете тратить целые часы на участие в телефонных совещаниях и засыпать, просматривая горы юридических документов. Как и любая «наземная война», подготовка сделки — это такой процесс, который идет день и ночь. В нем не бывает отпуска, он не прерывается по ночам и в выходные дни. День за днем наступление продолжается.

Причем, несмотря на все эти бурные события, вы должны одновременно уделять внимание и своему обычному бизнесу. Это самый неудачный момент для того, чтобы допускать серьезные ошибки в управлении компанией, поэтому, отдавая дань текущей работе, вы будете вынуждены трудиться над сделкой по выкупу по вечерам и ночам. Большинство из проблем, с которыми вы столкнетесь в этой сделке, окажутся для вас абсолютно новыми.

Вы не сможете ни с кем посоветоваться, за исключением нескольких близких доверенных лиц. Вам придется придумывать истории для прикрытия появления в компании многочисленных визитеров, потому что в планы выкупа будут посвящены только несколько высших менеджеров и сотрудников компании — до того дня, когда будет сделано официальное объявление о выкупе.

Еще одна проблема — это неопределенность. Даже после того, как вся подготовительная работа будет завершена, не будет гарантий, что выкуп состоится. Может вдруг всплыть сомнительная сделка, которую вы заключили пять лет назад с вашими поставщиками, или старый судебный иск к вам — и все сорвется. Если бы вы не думали о том, что успешная сделка по выкупу может резко изменить вашу профессиональную карьеру и финансовое положение, — вы бы, наверное, никогда не решились на все эти испытания.

Участвуя в этой гонке за большим призом, вам нужно расчислить на несколько месяцев свой деловой календарь. Отказаться от отпуска. Отказаться от ваших планов на выходные. Смириться с тем, что все вас будут три месяца донимать, пока вы будете пытаться управлять компанией. Если вы сможете выиграть эту «наземную войну» — победа и акции станут вашими.

## **Осторожность не может быть чрезмерной**

Подготовка — это лучший способ гладко пройти стадию «дью дилидженс». Чем больше проблем вы разрешаете, когда разрабатываете список условий



по управлению компанией и письмо о намерениях, подписанное с продавцом, тем легче будет ваша жизнь во время «наземной войны». Если вы предвидите опасности, с которыми можете столкнуться во время «наземной войны», и вам удастся обсудить их заранее, вы можете избежать целого ряда проблем. Если вы видите, что мост взорван, вы можете изменить свои планы и не вводить свои войска на плацдарм.

Можно гарантировать, что в процессе процедуры «дью дилидженс» вы столкнетесь с многочисленными сюрпризами, и только некоторые из них будут приятными. У вас появится больше непредвиденных затруднений, чем родственников на похоронах миллионера. Именно на стадии процедуры «дью дилидженс» появляются плохие новости, разные дыры и изъяны в вашем проекте, которые были не видны на расстоянии. Теперь они становятся настолько очевидными, что покупателям нужно решить, действительно ли они хотят приобрести компанию «со всем этим багажом».

Менеджеры должны помнить, например, о том, что на сделку может повлиять недостаточное финансирование пенсионного фонда, о котором они никогда не задумывались. Или может всплыть неприятный судебный иск, который они раньше игнорировали. Или вы можете горько пожалеть о том, что последние несколько лет выбрасывали использованные аккумуляторы на площадку позади здания вашей фирмы.

Процесс осуществления процедуры «дью дилидженс» обязательно сделает вас более скромными, потому что, как бы хорошо ни готовилась сделка, вы не сможете избежать проблем. Я усвоил этот урок на собственном опыте, когда прошел через чистилище в период работы над сделкой с компанией Ceramic City, описанной с душераздирающими подробностями в главе 3. Именно поэтому стадия «дью дилидженс» так важна. Вот еще два примера.

- Крупная компания, занимающаяся прямым маркетингом потребительских товаров, в течение 35 лет демонстрировала устойчивый и успешный рост, перед тем как ею заинтересовались покупатели. У последних не было причин подозревать, что у нее могут возникнуть какие-то проблемы, но в реальности они существовали. Покупатели в течение нескольких месяцев проводили процедуру «дью дилидженс» в отношении компании, но после покупки произошло необъяснимое падение доходов. Оказалось, что за год до продажи она произвела тонкие изменения в своей кредитной политике, предложив более выгодные финансовые условия, которые помогли привлечь новых клиентов, но оказалось, что от них стало значительно сложнее получать платежи. Количество клиентов росло, а платежи снижались. Расчетные доходы в 23 млн. долл. в реальности превратились всего в 15 млн. долл.. Продавцы компании давали гарантии сроком на один год после продажи, но проблемы проявились на второй год. Поэтому всю от-

ветственность пришлось нести покупателям, и они, скорее всего, потеряют все свои деньги.

- В другой сделке, перед тем как компания была продана ничего не подозревающим покупателям, владельцы этого телекоммуникационного бизнеса выставили своим клиентам завышенные счета, в которых не учитывались сбои в работе. Когда в конце года обнаружилось, что каждый из клиентов переплатил за несколько минут, то в каждом отдельном случае это не вызвало особых опасений, но итоговая сумма коррекции платежей составила 2 млн. долл. — огромная сумма для компании, годовой доход которой был равен примерно 8 млн. долл. Если бы покупатели узнали об этом заранее, то, наверняка, отказались бы от сделки. В итоге инвесторы чуть не потеряли все свои деньги.

Какой бы тщательной ни была процедура «дью дилидженс», она не сможет обнаружить подобные проблемы. Если же вы — менеджер, собирающийся выкупить компанию, в которой работаете, у вас появляется огромное преимущество. Менеджеры знают, «в каких шкафах спрятаны скелеты». Но если во время проверки вы какие-то из этих «скелетов» не обнаружите, они станут являться вам по ночам. Маркетинговую и телекоммуникационную компании, о которых рассказывалось выше, проверяли опытные аудиторы, которые делали все возможное.

Я заключил более 50 сделок, три из которых впоследствии оказались очень плохими. Во всех трех этих случаях оказывалось, что мы просмотрели что-то на стадии процедуры «дью дилидженс». Мы убереглись от многих других потенциально катастрофических сделок только благодаря тому, что процедура «дью дилидженс» помогла нам «выскочить из кипящего котла» до того, как нас бы «сварили и съели». Мораль: слишком тщательных процедур «дью дилидженс» не бывает.

## Исследование патологоанатома

Даже если тщательная проверка проводится в вашей фирме, которую вы отлично знаете, она может стать проблемой. Для менеджеров это означает, что толпы людей будут заглядывать во все уголки вашей компании, будто именно от этого зависят их судьбы и карьеры (часто это на самом деле так). Вы можете быть уверены, что группы экспертов будут искать разные «бомбы» и чаще всего они что-нибудь найдут. Вам нужно будет собирать документы и отвечать на множество вопросов, часто трудных. Любая из этих деталей может поставить под сомнение сделку и даже существование компании.

Менеджеров больше всего шокирует и вызывает у них дискомфорт «патологоанатомическая» природа процедуры «дью дилидженс». Команды

из 3–4 бухгалтеров дотошно просматривают рабочие документы. Юристы изучают все контракты. Фирма по выкупу получает отзывы о компании, которую собирается купить, от десяти различных источников, причем их просят обращать внимание не на позитивные факты, а на негативные. Эта фирма также проводит проверку профессиональных биографий и навыков всех ведущих менеджеров намеченной для выкупа компании. Словом, делается все, за исключением разве что личного обыска.

Компании обычно нанимают консультантов, которые проводят чуть ли не уголовное расследование в отношении менеджеров (их, конечно, об этом извещают). Это расследование включает сбор информации об операциях с кредитными карточками и о возможных обвинениях в уголовных преступлениях и правонарушениях. Также проверяются сведения о профессиональной карьере менеджеров, которые должны соответствовать их личным резюме, представленным ранее. Никаких секретов не останется: если есть какая-то грязь, она неминуемо всплывет. Фирмы по выкупу знают о менеджерах, с которыми они работают, больше, чем люди обычно знают о своих супругах. Их представители также посещают офисы и заводы компании, проверяют рекомендательные письма менеджеров и собирают информацию от ее клиентов.

Существуют как общие, стандартные элементы процедуры «дью дилидженс», так и специфичные для данной отрасли. Если речь идет о производителях стали, значит нужно обязательно исследовать возможные экологические проблемы. Если это торговая фирма, необходимо проверить, когда истекают договоры аренды. В сфере информационно-технологических услуг нужно проверить, насколько высока текучесть кадров в компании. В большинстве ведущих бухгалтерских фирм есть специальный отдел, занимающийся слияниями и приобретениями компаний (M&A), где работают специалисты, умеющие обнаруживать разные проблемы и сигналы опасности в этой сфере.

### **Будьте терпеливы, что-то обязательно пойдет не так**

В процессе проверки нужно обратить внимание на многие вопросы, и даже если у вас отличные консультанты, вам самому также стоит за всем присматривать. В Приложении Н приводится достаточно подробный список проблем, которые нужно исследовать в процессе процедуры «дью дилидженс». Этот список поможет вам решить, на что стоит обратить особое внимание в вашем случае. Как видите, он достаточно длинный, поэтому также важно не заблудиться в этом лесу и найти ключевые проблемы, которые часто прячутся в густой тени.

В данном разделе мы проанализируем некоторые из этих критических проблем. Мне помог их определить мой собственный опыт проведения процедуры «дью дилидженс», а также мнения моих партнеров — бухгалтера и юриста, с которыми я вместе работал. Выражаю свою признательность Дану Тиманну из компании Arthur Andersen, Чикаго, и Крису Хейгену из компании Hogan & Hartson, Вашингтон, за плодотворные идеи относительно аудита. Вот наши рекомендации по ключевым вопросам, на которые следует обратить внимание.

*Ориентируйтесь на проблемы, связанные с людьми, а не на цифры.* Большинство покупателей так погружены в анализ финансовых аспектов сделки, что не уделяют достаточного внимания изучению персонала, сотрудников компании. Если владелец продает свой бизнес и зарабатывает на этом 40 млн. долл., а сотрудники компании не получают при этом ничего, они могут испытывать горькие чувства по поводу такой сделки. Ведь они помогли создать этот бизнес, а владелец ничем с ними не поделился. Они чувствуют, что их предали. Это не проблема для тех, кто продает вам компанию, потому что они больше не увидятся со своими бывшими работниками, — теперь это ваша проблема. Вы стали владельцем замечательной компании, в которой полно рассерженных сотрудников. Многие из них, услышав, что компания продается, начинают рассылать в другие фирмы свои резюме.

Если вы с самого начала привлечете внимание к этой проблеме, то владелец, возможно, захочет поделиться с работниками частью вырученных от сделки денег в форме опционов. Собственники обычно ощущают определенную ответственность перед своими прежними сотрудниками (чаще в начале работы над сделкой, чем в конце) и не возражают против того, чтобы отдать им частицу своего дохода. Однако этого не произойдет, если вы не попросите их об этом и не обратите внимание на проблему отношения к сделке персонала компании.

Помимо вознаграждения сотрудников, нужно уделить много внимания другим проблемам, связанным с персоналом, а также общению с ним. Вам нужно просмотреть трудовые договоры всех основных сотрудников, чтобы понять, намерены ли они надолго связать свою судьбу с компанией. Если вы намеряете после основной сделки купить еще другие фирмы, вам нужно удостовериться, что у вас есть ясный план интеграции этих вновь приобретенных компаний, который можно быстро реализовать. Если вы понадеетесь на импровизацию, то сотрудники этих компаний могут разбежаться и бизнес развалится, пока вы будете продумывать детали плана интеграции.

*Подумайте о будущем.* Большинство менеджеров, которые участвуют в сделках по выкупу, ориентируются на прошлое. Они смотрят на прошлую производительность, прошлые проблемы и стремятся обнаружить все

«скелеты», спрятанные в шкафах. Бухгалтеры педантично «прочесывают» каждый гроссбух и контракт. Это важно, но пока они ищут провалы в прошлом, то часто не замечают пропасть, ожидающую их в будущем. Насколько благоприятны возможности развития бизнеса? Сохранятся ли прежние клиенты после заключения сделки? Останутся ли в силе условия найма и трудовых договоров сотрудников? Изменятся ли принципы государственного регулирования отрасли? Появятся ли новые «игроки»? Крис Хейген дает практический совет: покупателям следует, поразмышляв один час о прошлом компании, затем посвятить два часа обдумыванию будущих проблем.

*Не ограничивайтесь только письменным отчетом.* Перед тем как представить свои отчеты, переговорите с вашими бухгалтерами и юристами, которые многие часы проработали в компании. Они обычно проводят в фирме 1–2 недели и при этом не только собирают цифры и документы, но и беседуют с сотрудниками. Ситуация выкупа похожа на покупку дома: когда приходит покупатель, ему стремятся показать товар лицом. Один раз такой номер проходит, но вы не сможете это делать успешно неделю за неделей. Поэтому собирающие информацию в фирме профессионалы неминуемо увидят и «грязное белье». Отчеты готовятся тщательно, но они часто не включают важные догадки, которые находятся за пределами основной темы этих документов. Вы можете воспользоваться опытом и проницательностью профессионалов, если после презентации отчета побеседуете с ними. Может быть, среди 15 страниц отчета о юридическом аудите фирмы запрятан один абзац, на который следует обратить специальное внимание. Или в 40-страничном отчете о бухгалтерском аудите есть сигнал опасности, связанный с тем, что на оплату счетов компании уходит целых четыре месяца. Если вы не платите вовремя поставщикам, не откажутся ли они работать с вами? Часто эксперт-юрист или бухгалтер отметит подобные проблемы в выводах своего отчета, но вам все же лучше побеседовать с ними после того, как вы прочтете отчет.

*Знайте свой бизнес.* Как менеджер вы разбираетесь в стратегических вопросах, которые могут принести успех вашему бизнесу или разрушить его. Это как раз то, чему нужно уделять внимание на стадии процедуры «дью дилидженс». Если это компания, занимающаяся бизнесом, связанным со знаниями и информацией (например издательство, исследовательская фирма), обратите внимание на интеллектуальную собственность. Действительно ли вы владеете интеллектуальной собственностью компании или уже после заключения сделки могут появиться люди, которые предъявят на нее права? Если это промышленная компания, то ключевой проблемой может оказаться соответствие ее деятельности законодательству об охране труда. Знаете ли вы о том, что можно обнаружить в земле, на

которой построены ваши заводы? Как поступали с отходами производства? Если фирма работает в сфере информационных технологий, то ее основной актив — это сотрудники, поэтому внимательно рассмотрите их трудовые договоры и зарплаты. Если это фирма, работающая в области коммуникаций, проверьте, нет ли проблем с федеральной лицензией на эту деятельность, а также не изменится ли в ближайшее время законодательство, регулирующее эту сферу? Стандартные списки проблем здесь вряд ли помогут. Вас выручат эксперты, хорошо знающие данную отрасль, но и вам самим как менеджеру нужно многое сделать. Позаботьтесь о том, чтобы задавать точные вопросы.

*Нужно вовремя заметить верхушку айсберга.* Не стоит игнорировать незначительные сбои. Если речь идет о мошенничестве, то первые сигналы могут показаться безобидными, но существует и вероятность того, что они быстро перерастут в более серьезные проблемы. Вам нужно удостовериться в честности высших менеджеров компании, но следует также побеседовать с менеджерами среднего и низшего звена, чтобы понять, что на самом деле происходит в фирме. Финансовый директор вам о них не расскажет, а вот бухгалтер, занимающийся оплатой счетов компании, может сообщить важную информацию. Даже если вы не сможете лично побеседовать с этими людьми, ваш собственный бухгалтер, вероятно, заметит сигналы опасности и сообщит вам о них. Важно учесть также типичные для данной отрасли проблемы. Например, если компания занимается автотранспортными грузовыми перевозками, то нужно проверить, не выплачиваются ли «откаты». Тиманн рекомендует, что если вы обнаружите такую практику, то вам нужно «...бежать сломя голову от этой сделки. Если вы обнаружили один тревожный сигнал — это обычно только верхушка айсберга». Покупатели, которые все же совершают подобную сделку, потом горько сожалеют о своем решении. «Считайте, что вам повезло, если вы вовремя заметили тревожный сигнал», — говорит Тиманн.

*Проверьте, не приукрашивается ли реальное положение вещей.* Даже если продавцы компании не идут на прямое мошенничество, они нередко стараются подать всю информацию в выгодном для себя свете. Наиболее типичные приемы — тратить резервные средства компании для улучшения финансовой отчетности и откладывать расходы на обслуживание, ремонт и капитальные затраты, чтобы этим занимался уже новый владелец. С целью обнаружения подобных трюков проанализируйте тенденции за несколько лет. Это не всегда может гарантировать вас от неприятностей (например, если вы заметите снижение доходов компании и одновременно — рост затрат, то такую ситуацию не всегда можно интерпретировать однозначно), но в любом случае вам нужно обратить внимание на малейшие изменения в политике фирмы и проанализировать их причины. Или

вы найдете убедительное объяснение для этих изменений, или это трюки с отчетностью, чтобы она выглядела более привлекательно. Кроме данных о прошлых результатах деятельности вам может помочь сравнение с нормативами для данной отрасли — они подскажут, действительно ли фирма работает лучше (или хуже) конкурентов или дело в манипуляциях с бухгалтерской отчетностью. Например, доходы компании, подвизающейся в сфере здравоохранения, в значительной степени зависели от выплат по системе государственного медицинского страхования Medicare. В ее отчетах указывалось, что она получает платежи по счетам Medicare только в течение 90 дней. Это оказалось сигналом опасности, потому что в реальности до оплаты таких счетов проходил целый год, а то и больше, поскольку средства необходимо было еще собрать. Обратите также внимание на недавние изменения системы и методов бухгалтерского учета.

*Защищайте интеллектуальную собственность.* Лицензии и патенты — это одна из областей, где часто возникают проблемы. Если лицензии на интеллектуальную собственность сомнительны, тогда вам придется вести переговоры о правах на нее, хотя вы предполагали, что они уже принадлежат вашей компании. Если зависимость бизнеса от прав на интеллектуальную собственность высока, внимательно исследуйте все возможные проблемы и убедитесь, что никто не сможет неожиданно заявить на нее свои права.

*Проверьте статьи об изменении контроля собственности в контрактах.* Во многие соглашения (например, с клиентами, поставщиками, ключевыми сотрудниками и арендодателями) включаются специальные пункты на случай смены собственника, которые могут оставаться незамеченными до тех пор, пока при подготовке сделки не начнется стадия «дью дилидженс». Менеджеры часто не обращают внимания на них, когда подписывается контракт, а потом какой-нибудь юрист начинает просматривать документы через четыре дня после подписания соглашения и обнаруживает, что в соглашении об аренде, подписанном пять лет назад, была статья о необходимости снова получать разрешение на аренду в случае изменения контроля собственности компании. В ней говорится о том, что новый арендатор не может продлить договор аренды без согласия арендодателя. Вам приходится отправляться в последний момент к этому арендодателю и просить его о продлении аренды, а он часто ведет себя так, что даже скупой банкир Генри Поттер из книги «Это прекрасная жизнь» (*It's a Wonderful Life*) выглядят по сравнению с ним, как Мать Тереза.

Конечно, вы никогда не покажете ему, как вам нужна его подпись, без которой вся сделка может пойти под откос, но проницательные владельцы недвижимости обычно хорошо чувствуют такие ситуации, и вам придется заплатить солидную сумму за каждую букву их драгоценного автографа.

В одной из сделок по выкупу компании стоимостью 275 млн. долл. мы обнаружили, что у одного европейского инвестора, который купил привилегированные акции этой компании на сумму всего в 160 тыс. долл., в контракте была статья о необходимости согласований с ним договора в случае изменения формы контроля компании. Никто в компании не подозревал об этом, пока эту статью ни обнаружил один из юристов. Когда возникла эта проблема, мы даже сначала не знали, где искать этого инвестора. Пришлось обратиться в частную детективную фирму, сотрудники которой отыскиали этого инвестора в Швейцарии, и нам пришлось лететь туда, чтобы провести с ним переговоры. Мы сказали, что у нас есть для него прекрасные новости: мы готовы выплатить ему 10 тыс. долл., если он откажется от своих прав. В данном случае это предложение было принято, но нам пришлось попотеть, пока мы его уговорили.

Чем раньше вы узнаете о том, что есть проблема со статьей о смене контроля, тем легче вам удастся эту проблему разрешить. Если вы отправляетесь к арендодателю или инвестору в начале процесса подготовки сделки, у них будет меньше возможностей давить на вас, а у вас — больше времени, чтобы дожидаться от них позитивного ответа; когда же вы появляетесь в последнюю минуту, вы оказываетесь в их власти.

## **Как вести себя, если вы получили плохие новости**

Вы обязательно услышите какие-то плохие новости. Помните поговорку: «Под каждой кучей хвороста прячется хотя бы одна змея». Идеальных ситуаций не бывает. Разница между хорошей и плохой сделкой в том, как менеджеры реагируют на плохие новости. Если менеджеры первыми получили тревожные известия, им нужно немедленно сообщить об этом партнерам. Если же команда менеджеров попытается «не выносить сор из избы», то позже возникнут гораздо более серьезные проблемы. Выкладывайте информацию о плохих новостях партнерам как можно раньше и постарайтесь быстро найти четкое решение. Если в процессе проверки возникают проблемы — не старайтесь их отрицать. Воспринимайте такие сообщения спокойно, обдумывайте стратегию для решения возникшей проблемы.

Например, команда менеджеров во время первых встреч с партнерами по выкупу сообщила им, что один из них был в свое время обвинен в уголовном преступлении. Эта новость не привела к срыву сделки, поскольку признание не подорвало доверие, а, напротив, позволило установить откровенные отношения и помогло партнеру по выкупу открыто разъяснить ситуацию другим инвесторам. Если менеджеры не выложили бы все откровенно в самом начале, не исключено, что эта неприятная информация всплыла бы позже, в процессе процедуры «дью дилидженс», и могла бы погубить сделку.



## **Позаботьтесь, чтобы ваша фирма выглядела презентабельно**

Можете ли вы сделать так, чтобы в преддверии заключения сделки ваша фирма стала выглядеть более презентабельно? Если вы готовите сделку несколько лет, то явно можете за это время навести порядок и уладить все дела. Если вы разработаете надежную финансовую систему, систематизируете и сделаете четкой бухгалтерскую отчетность, а также в течение трех лет будете проводить аудиты фирмы с помощью одной из входящих в «Большую пятерку» аудиторских компаний, то у вас будет гораздо меньше головной боли во время процедуры «дью дилидженс». Если вы установите «ту самую» новую компьютерную программу для управления товарными запасами, это также упростит вашу жизнь. Своевременное и четкое разрешение юридических проблем может уберечь вас от многих раундов длительных переговоров с юристами. Вам стоит потратить несколько лет, чтобы все привести в порядок. Вам ведь не захочется решать все эти проблемы в «пожарном порядке» во время процедуры «дью дилидженс»? Кроме того, имея дело с серьезными нарушениями, вы не будете обходиться косметическими мерами, потому что хорошие аудиторы во время процедуры «дью дилидженс» легко разоблачат все ваши ухищрения и докопаются до подлинных проблем и их причин.

Если документация не в полном порядке, то это обычно не приводит к срыву сделки, но будет расценено инвесторами как дополнительный риск. Этот риск будет оцениваться в контексте сделки. Если для данной отрасли характерная маржа прибыли составляет 10%, а компания сообщает о 20%-ной марже, то в этом случае неряшливый бухгалтерский учет неминуемо вызовет подозрения и поставит сделку под угрозу. Это может свидетельствовать, например, о том, что фирма занижает в отчетах затраты на выплаты премиальных и отпускных своим сотрудникам. С другой стороны, если компания показывает 6%-процентную маржу прибыли, используя плохую систему бухгалтерского учета, инвестор может подумать, что, если эту систему привести в порядок, то компания в состоянии достичь размера этого показателя, типичного для отрасли.

Обычно, если менеджеры продолжают руководить бизнесом и вкладывают личные средства в собственный капитал, то подозрения в том, что отчетность специально запутана, чтобы что-то скрыть, не возникают. Если же менеджеры и владельцы просто продают компанию и уходят из нее, то высока вероятность того, что они специально не стали делать важные для бизнеса капиталовложения перед тем, как продать компанию, чтобы сэкономить. Они хотят, чтобы перед заключением сделки финансовая отчетность выглядела отлично, а отвечать за последствия недофинансирования будут уже другие.

## Сохранение секретности

Большинство выкупов компаний — это тайные операции до тех пор, пока о них не объявят сотрудникам, клиентам, поставщикам и всему остальному миру. Пока фирма официально не объявила общественности о новых владельцах, любая информация о том, что продажа планируется, вызовет в компании смятение и помешает ее работе. Сотрудники или «впадут в летаргический сон», ожидая, чем все это закончится, или решат не дожидаться развязки и «покинуть тонущий корабль». Клиенты также отложат подписание контрактов или покупки, потому что не будут уверены в будущем компании, и захотят выждать, чем все закончится. Если это эксклюзивная сделка, то любая информация, ставшая достоянием общественности, только привлечет новых конкурентов.

В самом начале сделку легко держать в тайне — когда вы беседуете с потенциальным партнером за ленчем или во время обеда, чтобы выработать перечень условий и составить письмо о намерениях. Если же вы хотите «замаскировать» ее на этапе «наземной войны», вам потребуется изрядная изобретательность. Менеджеры могут использовать для этой цели следующие подходы.

- *Придумайте «легенду».* Любой здравомыслящий работник поймет, что что-то происходит, когда увидит всех этих людей в костюмах, разом появившихся в компании. На эту тему в фирме появится масса слухов, и будут вестись дискуссии по электронной почте. Вы не можете это игнорировать: нужно как-то объяснить ситуацию работникам. Менеджеры обычно придумывают какую-то «легенду» для прикрытия своих планов. Чаще всего сотрудникам рассказывают такую историю: компания работает над привлечением новых финансовых средств, ей необходим приток капитала. Это соответствует действительности, но, конечно, не до конца. Клиенты и поставщики могут также беспокоиться и начать сомневаться, стоит ли иметь дело с фирмой, где происходит смена собственника. Особенно часто это случается, когда партнер по выкупу или другие инвесторы хотят получить отзывы о компании от ее клиентов. Это выглядит подозрительно. Такие звонки обычно делают консультанты из другой компании под предлогом, что проводится исследование степени удовлетворенности потребителей. Это тоже правда, но ничего не говорит о том, *почему* вдруг их так заинтересовала степень удовлетворенности потребителей. Даже выслушав вашу «легенду», клиенты могут испытывать сомнения: почему вдруг к ним возник столь неожиданный интерес? У компании проблемы с партнерами или происходит что-то другое? Вот почему эти внешние проверки в отношении клиентов следует проводить как можно ближе к дате заключения сделки.

• *Создайте оперативный штаб и выделите для этого помещение.* Ни одна «наземная война» невозможна без оперативного штаба. Чтобы сохранить в секрете проведение процедуры «дью дилидженс», вам нужно держать его в определенных рамках. Компании обычно создают для этого оперативный штаб или информационный центр (это название предпочитают те, кому не нравится военная терминология). Иногда компания снимает номер в отеле или в каком-то офисном здании, куда доставляются копии всех важных документов фирмы. Другой вариант — выделить для этой цели какое-нибудь отдаленное и уединенное помещение для совещаний в офисе вашей компании.

В этой комнате должны быть копии всех документов, которые необходимо проанализировать при подготовке сделки. Еще больше деловых бумаг появляется в ней уже непосредственно при проведении процедуры «дью дилидженс». Это контракты с основными клиентами и поставщиками, договоры аренды, экологические страховые документы, документы по корпоративному пенсионному фонду 401 (k), все аудиторские отчеты за последние четыре года, основные отчеты по управлению компанией, трудовые договоры работников компании и последние отчеты с анализом ситуации в отрасли. Эта комната становится центром подготовки сделки, куда приходят аудиторы, юристы, инвестиционные партнеры и другие люди, чтобы получить необходимые им документы.

• *Выберите нескольких сотрудников компании (инсайдеров) для работы над сделкой.* Документы для оперативного штаба обычно собирают несколько сотрудников компании из финансового отдела, например, сам финансовый директор и двое его сотрудников. Хотя не все ваши «бойцы» знают все детали операции, вам нужна помощь нескольких сотрудников компании, которые не будут партнерами в сделке. Обычно это несколько человек из финансового отдела, которые дают обязательство не разглашать информацию о происходящем. Они помогают проводить финансовый анализ и отвечают на вопросы аудиторов о компании. Люди знают, что, если станут что-то рассказывать о сделке посторонним, их немедленно уволят.

• *Как можно дольше защищайте конфиденциальную информацию.* В любой ситуации, когда компании приходится раскрывать такие данные, постарайтесь до последнего момента не разглашать наиболее важные сведения. Как уже говорилось ранее, звонки клиентам откладываются до завершающей стадии подготовки сделки, потому что они могут вызвать подозрения. Стратегическая информация о ценах также обычно не раскрывается, пока сделка не будет полностью подготовлена.

• *Будьте готовы к возможной утечке информации.* Несмотря на все ваши усилия, вполне возможно, что произойдет утечка информации, в резуль-

тате которой работники компании и клиенты узнают о сделке. Все, что вы можете сделать в этом случае, — тщательно подготовиться к этой ситуации, продумать ее и разработать свой план действий. Самое важное — это создать средства коммуникации с работниками вашей компании. Для этого вам нужно подготовить меморандум о готовящейся сделке еще *до того*, как произойдет утечка, а также иметь под рукой документы об ее основных параметрах и план выступления, чтобы работники, клиенты и поставщики могли понять смысл грядущих изменений и оценить их привлекательные стороны. При идеальном развитии событий вам все это не понадобится, пока вы не будете готовы к официальному объявлению о сделке, но если утечка информации все же произойдет, вы должны иметь в запасе план быстрых и последовательных действий. Многие ошибки происходят из-за плохо подготовленных сообщений и сбоев в коммуникациях или задержек, когда, не получив своевременно информацию, работники компании и клиенты начинают беспокоиться, нервничать и испытывать неуверенность в будущем компании.

• *Составьте список рабочей группы.* Обычно составляется список участников рабочей группы, готовящей сделку, с их именами, адресами электронной почты, факсами, рабочими или домашними телефонами. Это позволяет обеспечить постоянную и эффективную связь между ними. Пример такого списка приводится в Приложении F.

## График процесса подготовки сделки

Как и любая военная кампания, ваша «наземная война» ведется сразу на нескольких фронтах. Следить за графиком и распределением ответственности чрезвычайно важно, чтобы быть уверенным, что весь ваш «взвод» целенаправленно движется к цели. Основные направления вашей военной кампании сводятся к следующим.

*Юридическое.* Есть ли такие правовые вопросы, которые впоследствии могут перерасти в проблемы? Юристы будут внимательно изучать контракты с поставщиками, контракты на владение недвижимостью, экологические документы и многие другие договоры и соглашения. Они также будут разрабатывать и корректировать ключевые для сделки документы. Например, при подготовке сделки с компанией Software AG юристы «перепахали» сотни относящихся к ней документов.

*Бухгалтерское.* Соответствуют ли цифры в отчетах действительному положению дел? Нет ли в недавних отчетах каких-то странных резервов или подозрительных данных? Бухгалтеры будут проверять цифру за цифрой, чтобы обнаружить подобные проблемы. Нужно ли нам предоставлять ре-

зультаты аудита банкам или другим инвесторам? В какие сроки это нужно сделать?

*Бизнес.* Что происходит в отрасли? Что делают конкуренты? Обычно компания по выкупу или консультанты анализируют отрасль и сравнивают результаты деятельности фирмы с показателями, типичными для данной отрасли, т. е. проводят сопоставительные исследования (или «бенчмаркинг»).

*Команда менеджеров.* Проводится тщательная проверка прошлой карьеры менеджеров и представленных ими рекомендаций.

*Страхование /Льготы.* Часто фирма по выкупу нанимает фирму-аудитора для проверки страхования, пенсионных планов и корпоративных пенсионных планов с установленными взносами (401 (k)), фондов оплаты труда сотрудников, страховок директора и других менеджеров, а также других документов и контрактов, которые могут представлять потенциальный риск. Существуют ли такие страховые риски, которые впоследствии могут вызвать проблемы, или, напротив, есть возможность сократить затраты на страхование? Во всех крупных страховых компаниях, таких, как AON или Marsh & McLennan, есть специальные группы сотрудников для анализа страховых рисков при смене собственника той или иной фирмы.

## Примерный график

Ниже приводится пример очень жесткого графика работы в последние десять недель перед заключением одной недавней сделки по выкупу. (На самом деле в сделке с компанией Software AG все шло еще быстрее, чем в этом примере. Это было связано с тем, что возможность выкупить бизнес появилась на очень короткий срок, поэтому и пришлось устанавливать «мировой рекорд скорости». Обычно же процесс заключения сделки занимает 12–16 недель.) Юридические аспекты сделки и контракты с банками отнимают больше всего времени, потому что документы и процедуры их оформления очень сложны. Обычно к тому моменту, когда продавец подписывает соглашение о покупке, а банки — обязательства по финансированию, бывает привлечено уже достаточное количество капитала, чтобы сделать публичное объявление о покупке. В данном случае это происходило на шестой неделе. После этого посылаются документы на одобрение сделки правительственным антимонопольным агентством (в соответствии с законом Харта–Скотта–Родино), и, если это не беспрецедентно крупное слияние компаний, а фирма, которую вы покупаете, — не Microsoft, вы легко получаете это разрешение. После заключения окончательных соглашений партнер, участвующий в выкупе, получает — в соответствии

с ранее достигнутыми договоренностями — капитал от привлеченных им инвесторов и переводит эти деньги на счета продавца. Почти всегда происходит какой-то сбой в системах связи, и платеж проходит на восемь часов позже, чем ожидалось, а продавец все это время в нетерпении мечется в своем офисе.

## Примерный график (по неделям)

### 1-я неделя

- Подпишите письмо о намерениях и начинайте процедуру «дью дилидженс».
- Начинать общий анализ состояния отрасли и конкретной компании, а также финансовый, бухгалтерский и стратегический анализ.
- Начинать работу вашего штаба.
- Начинать переговоры с командой менеджеров по перечню условий.

### 2-я неделя

- Проведите первое совещание с бухгалтерами, юристами, консультантами по отрасли и инвесторами. На этом совещании менеджеры делают анализ состояния данной отрасли и компании, а также параметров сделки.
- Поручите юристам начать подготовку проектов соглашений.
- Организуйте визит в компанию представителей фирмы по выкупам.

### 3-я неделя

- Продолжайте процедуру «дью дилидженс», которая осуществляется партнерами, юристами, бухгалтерами и консультантами по страхованию и льготам.
- Сделайте презентацию для банков, чтобы получить финансирование.
- Разошлите проекты юридических договоров — соглашения о покупке и договора о правах акционеров.
- Разработайте окончательный вариант перечня условий менеджмента.

### 4-я неделя

- Договоритесь с кредиторами о том, чтобы они предоставили вам обязательство о финансировании.
- Получите замечания по проектам юридических соглашений.

### 5-я неделя

- Заканчивайте подготовку пакета документов по результатам проведения процедуры «дью дилидженс» компании.
- Переговоры по выработке окончательного варианта соглашения о покупке.
- Подготовка окончательного варианта письма об обязательствах кредиторов по финансированию сделки.

### 6-я неделя

- Подписание письма об обязательствах банка по финансированию.
- Подписание соглашения о покупке.
- Объявление о транзакции по выкупу компании сначала сотрудникам компании и основным клиентам, а затем в прессе.

### 7–10-я недели

- Отошлите документы, требующиеся по антитрестовскому закону Харта–Скотта–Родино.

- Получите одобрение сделки акционерами (если нужно).
- Проведите переговоры с банком по соглашению о кредите и условиях его предоставления.
- Соберите капитал для покупки акций.

**10-я неделя**

- Получите одобрение сделки в соответствии с антитрестовским законом Харта-Скотта-Родино.
- Подпишите соглашение о кредитах и получите финансирование.
- Выполните все условия, необходимые для завершения сделки.
- Завершите транзакцию и сделайте платежи.

В конце большинства сделок у вас будут толстые переплетенные в кожу папки с контрактами и огромная книга с юридическими документами (также в кожаном переплете), такая же толстая, как романы Льва Толстого. (И некоторые из этих документов будут для вас не более понятны, чем книги, написанные на русском языке.) Примеры наименее сложных и подробных из этих документов приводятся в разделе «Приложения».

Как уже отмечалось, многие из этих документов изменяются и корректируются в ходе подготовки сделки. Они часто начинаются с простых соглашений (в виде всего одной страницы текста) — выполнение которых необязательно для подписавших их сторон, — а в итоге становятся юридическими контрактами, выполнение которых абсолютно обязательно. Тот самый перечень условий менеджмента, который занимал одну страничку и который, как вы думали, будет доработан позже, теперь «высечен в камне», и изменить его не проще, чем Десять заповедей. Он включает все вопросы, связанные с наделением правами, условиями обратного выкупа, трудовыми договорами, выходными пособиями, и содержит определение причин, по которым менеджеров можно уволить. Ваше письмо о намерениях, которое вы подписали с продавцом, теперь стало полноценным соглашением о покупке. Вот почему пытаться отложить решение каких-то важных проблем до последнего момента — это почти всегда ошибка.

В типичном случае для сделки нужны следующие документы.

- Соглашение с менеджерами.
- Соглашение о покупке акций или активов.
- Соглашение о рекапитализации.
- Отказ продавца от прав собственности.
- Соглашение об административных услугах.
- Соглашение, содержащее обязательства банка о финансировании.
- Долговые расписки.
- Трудовые договоры.
- Согласие акционеров со всеми процедурами управления.

- Лицензия (разрешение) на функционирование в качестве корпорации и другие документы по регистрации компании.
- Решения совета директоров.
- Сертификаты, подтверждающие право представителей продавца и компании подписывать контракт с указанием уполномоченных лиц и с образцами их подписей.
- Налоговые документы, такие, как форма 83 (b).

Некоторые из этих соглашений знакомы большинству менеджеров, но многие — нет. В большинстве случаев фирма по выкупу и юристы помогут вам во всем разобраться. На что вам — как менеджеру — нужно прежде всего обратить внимание, когда все эти документы попадут вам в руки? Основная проблема для менеджеров — убедиться, что все эти соглашения работают для их бизнеса. Вам нужно не увязнуть в юридических мелочах. Вместо этого сосредоточьте внимание на стратегических последствиях принятия этих документов. Это такие проблемы, в которых менеджерам как раз проще всего разобраться, а если говорить о партнерах и юристах, то они или не знают об этих проблемах, или такие сложные вопросы не входят в сферу их компетенции.

## Телеграмма о победе

В какой-то момент соглашение о покупке должно получить публичную известность. Выбор времени для объявления о сделке зависит отчасти от ее характера, а отчасти от ситуации. Если для заключения сделки публичной компании нужно получить одобрение акционеров, то в этом случае уже невозможно сохранить ее в секрете. В большинстве случаев, однако, вы не захотите объявлять о сделке, пока не будете совершенно уверены, что она будет заключена.

Обычно подписание соглашения о покупке — это сигнал к тому, что о нем нужно объявить клиентам, поставщикам, работникам фирмы и всему миру. Когда менеджеры Software AG наконец подписали в конце марта соглашение о выкупе американского отделения этой компании, высшие руководители провели большую часть следующего дня, сообщая об этом своим ключевым клиентам. Такие звонки помогают позитивно представить сделку и показать, чем она будет полезна компании и ее клиентам, до того, как последние прочитают о ней в газетах. В конце того же дня высшие менеджеры Software AG провели общее собрание всех работников компании, описанное в начале главы 1. Одновременно они подготовили пресс-релиз, который был опубликован на следующий день.

Несмотря на то, что к моменту подписания соглашения о покупке соглашения с банками еще не приняли окончательную форму и не подписаны,



проблемы с включением соглашений о кредитовании в соглашение о покупке возникают редко. Если вы предполагаете, что они могут появиться или есть трудности с антитрестовским законом Харта–Скотта–Родино, то, прежде чем сделать официальное объявление о сделке, подождите, пока продавец не получит свои деньги. В этом случае работникам компании и клиентам придется еще несколько дней ждать и нервничать. К тому времени, когда соглашение о покупке подписано, все уже знают, что затевается какое-то событие, и представления многих людей о сделке могут оказаться негативными. Компании, которых не слишком заботит этот сумбур и внутри организации, и в окружающей ее деловой среде, иногда объявляют о том, что отделение компании продается, еще до того, как у них есть подписанное соглашение или даже покупатель. Само это объявление привлекает потенциальных клиентов и побуждает их начать торги.

## Выбор команды

Работайте с сильной и опытной командой. Нанимайте самых лучших бухгалтеров и юристов. Не привлекайте в команду брата вашей жены, который работает в крошечной юридической фирме и всегда мечтал заняться слияниями и приобретениями. Найдите человека, обладающего опытом работы с выкупам, а еще важнее — опытом в вашей конкретной отрасли. Лучше, если люди из вашей команды будут работать поблизости, потому что вам часто придется забегать в их офисы. Убедитесь, что у партнера, который вас устраивает, действительно есть время для посещения совещаний и обдумывания проекта.

Вам стоит обратиться в три или четыре юридические фирмы. Если вы можете как-то повлиять на выбор юристов, которые будут работать над сделкой со стороны продавца, не пытайтесь «передергивать» и воспользоваться этим для своей выгоды — лучше позаботьтесь о том, чтобы продавец обратился к компетентным юристам, имеющим опыт в области слияний и приобретений, а не нанял для этой работы адвоката по бракоразводным делам. Хуже, чем воспользоваться самому услугами плохого юриста, может быть только одно: обнаружить такого юриста по другую сторону стола переговоров. Трудно поверить в то, как часто неопытных специалистов нанимают для работы с многомиллионными сделками. Это создает неимоверные препятствия для заключения хорошей сделки и может легко ее сорвать. Если продавцам трудно выбрать своих юридических представителей, вы можете подсказать им названия 4–5 хороших юридических фирм: тогда это не будет выглядеть так, будто вы хотите получить выгоду от подобного совета, — они сами сумеют сделать выбор, а вы будете уверены в том, что они обратятся к компетентному специалисту.

Если говорить о бухгалтерской фирме, то вам понадобится одна из фирм «Большой пятерки». Позаботьтесь о том, чтобы у ведущего партнера выбранной вами фирмы хватило времени на ваш проект и чтобы у фирмы был опыт работы в вашей отрасли. Чрезвычайно важно, чтобы выбранная вами фирма уже занималась сходным бизнесом и у нее были ориентиры для сравнения с ними вашей сделки. В данном случае не так актуально, кто является бухгалтером продавцов, но если они пользуются услугами крошечной, никому неизвестной бухгалтерской фирмы, это может быть сигналом опасности, и вам следует очень внимательно анализировать их финансовые отчеты.

## Несколько заключительных соображений

Эти замечания о процедуре «дью дилидженс» не могут заменить подробной оценки, которую дадут сделке компетентные эксперты. Вам нужны превосходные юридические и профессиональные консультации для вашей конкретной ситуации. Мои размышления только выявляют, на какие аспекты процесса подготовки сделки следует обратить внимание, поскольку многие другие проблемы и так обязательно дадут о себе знать.

После внедрения персональных компьютеров документы становятся все длиннее. Это будет сводить вас с ума, но попробуйте относиться к этому факту и к другим проблемам, с которыми вы столкнетесь при подготовке сделки, с чувством юмора.

Наконец, еще один простой совет, продиктованный здравым смыслом: всегда, когда речь идет о важных сделках, составляйте письменные соглашения, даже если это сделка с вашим собственным братом (это относится не ко всем семьям, но иногда нужно быть *особенно* осторожным, если вы имеете дело с собственным братом). В некоторых случаях продавцы будут уговаривать вас при обсуждении важных вопросов поверить им на слово. Если вы согласитесь, это почти всегда будет ошибкой. Если они действительно собираются выполнить то, о чем говорят, — пусть включают это в документ. У них нет никаких оснований отказывать вам в такой просьбе, если только они не хотят что-то утаить. Будьте настойчивы и заставьте их представить письменный документ. Даже если человеку, с которым вы работаете, на самом деле можно доверять, — он или она может, например, попасть под автобус, и тогда вы останетесь без единого клочка бумаги, который мог бы подтвердить ваши договоренности. Все должно быть зафиксировано на бумаге, поскольку тот, кто заменит продавца, с которым вы сначала вели переговоры, может попытаться оставить вас без последней рубашки. То, что говорят друг другу партнеры, может быть, очень приятно, но ваша жизнь (или смерть) будет зависеть от того, что записано на бумаге.

## ГЛАВА 10

---

### Оседлав тигра

*Тому, кто оседлал тигра, нелегко с него соскочить.*

Китайская поговорка

**П**осле первоначального публичного предложения (IPO) акций компании SAGA Дан Гиллис и Гарри Маккрири обнаружили, что у этого радостного события есть своя цена. Да, ваши симпатичные лица покажут по телеканалу CNN, но нужно быть готовыми к тому, что каждый чих вашей юной компании станет известным миру, причем искаженный суетой и шумом фондового рынка. В любое время вам могут позвонить инвесторы, задать вопрос или высказать свое мнение. Даже члены вашей семьи и друзья, купившие акции по высокой цене, могут начать нервничать, увидев, как стоимость ваших акций снизилась. Это обстоятельство является одной из главных проблем в период после IPO и одной из причин, по которой некоторые менеджеры ищут другие пути для привлечения инвестиций в свой бизнес. И все же, сколько бы Гиллис и Маккрири ни жаловались на головную боль из-за общения с инвесторами, если поставить вопрос ребром: «Что бы вы предпочли — по-прежнему иметь дело с немецкими владельцами компании или с нынешними инвесторами?», оба отвечают: «С инвесторами». Хотя Маккрири добавляет язвительно: «Только не вздумайте нам задавать этот вопрос каждый день».

Выкуп — это не более чем начало. Теперь, когда вы «оседлали тигра», путешествие только начинается. После выкупа вам нужно строить и развивать вашу независимую от прежних владельцев компанию и подумать, стоит ли предлагать ее акции на фондовом рынке. Вам также следует продумать стратегию выхода из сделки, если не для менеджеров, то хотя бы для инвесторов. В этой главе рассматривается ситуация после выкупа. Именно на этой стадии сделка приносит основной доход.

## **Жить своей мечтой**

В тот момент, когда выкуп компании состоялся, большинство менеджеров испытывают уникальные чувства: одновременно эйфорию и опустошенность. Они убедили инвесторов вложить миллионы долларов в сделку, заставив их поверить в свое видение будущего компании. Менеджеры и сами вложили в этот проект немалые деньги, а еще больше — своей энергии и амбиций. У них могут быть друзья и соратники, карьера которых также зависит от успешности этой сделки.

Именно в этот момент они начинают по-настоящему понимать, что выкуп — это только пролог. Им удалось въехать на вершину первого холма, а дальше их ждут сплошные «американские горки». Теперь, когда они только что забрались на вершину первой, самой высокой из них, и перед ними открылся захватывающий вид, они испытывают смесь восхищения и ужаса, когда смотрят вниз и видят, какой путь их ожидает. Большинство успехов тоже еще впереди, как и многие радости и восторги. Для таких менеджеров, как Стью Джонсон или Дан Гиллис, которые всю свою жизнь ждали момента, когда они станут во главе публичной компании, теперь настает момент истины. Они создали свою мечту. Они продали ее инвесторам. Теперь ее нужно сделать реальностью. В одном только можно быть абсолютно уверенными: с этого момента их жизнь уже никогда не будет скучной.

## **Рычаг независимости**

Первая проблема для менеджеров — максимально использовать обретенную независимость (этот новый рычаг) и изменить организационную культуру компании. Для лидеров, подобных Гиллису, которые руководят стабильной крупной компанией, главная задача — вдохнуть в нее дух предпринимательства. Для таких менеджеров, как Баллоу из компании Global Vacation Group, который создает новую фирму, главная проблема состоит в выстраивании организационной культуры компании, так, чтобы в нее успешно влились новые приобретенные фирмы. Компании используют и усиливают свою недавно обретенную независимость при помощи новой структуры компенсаций для сотрудников, покупки других фирм, измене-

ний бюджета и планирования, системы коммуникаций и привлечения в компанию новых талантов.

#### *Новая структура компенсаций*

Аналогично тому, как передача акций высшим менеджерам приводит к появлению у них сходных интересов с владельцами, нужно создать такую ситуацию, чтобы работники разных уровней почувствовали себя собственниками компании. Сотрудники должны видеть, что она обрела новую энергию, приветствует новые идеи и должна выйти на новый уровень производительности.

Лучший способ реализовать такие ожидания — подкрепить их материально, сделав работников владельцами акций. Компания SAGA быстро расширила круг владельцев своих акций — от нескольких высших менеджеров в самом начале до 90 менеджеров разного уровня впоследствии. Она также использовала появившуюся у нее возможность распоряжаться своими акциями для привлечения новых сотрудников, что очень важно для успешной конкуренции в области разработки программного обеспечения.

Одним из лучших путей для создания такой заинтересованности могут стать предоставление работникам опционов на владение акциями и выплата им бонусов, которые зависят от операционной прибыли компании. Менеджерам нужно позаботиться о том, чтобы объяснить своим сотрудникам смысл опционов на владение акциями. Многие менеджеры, даже занимающие высокое положение, могут не понимать, как именно работают опционы на акции и как они создают новую стоимость. Они также должны понять, что их деятельность влияет не только на прибыли, но и на стоимость принадлежащих им акций компании. Если менеджеры могут снизить издержки или расширить бизнес, то они сами получают от этого прямую выгоду.

#### *Дополнительные приобретения*

Собственно выкуп или основная сделка — это только начало. Фирма планирует свое дальнейшее стратегическое развитие, и часто для расширения основного бизнеса нужны дополнительные приобретения компаний. Существуют две основных причины, почему такие дополнительные приобретения полезны. Во-первых, обычно гораздо проще купить что-то готовое, чем самим начинать на пустом месте. Если вы можете найти фирмы, у которых уже есть производственные линии или системы распределения, которые вы хотели бы добавить к вашему бизнесу, то купить их будет легче и быстрее, чем создавать самим, даже если потом придется избавиться от каких-то ненужных вам элементов.

Во-вторых, поскольку все последующие приобретения обычно стоят значительно меньше, чем основное, то цена подобных покупок сравнительно невелика. При этом нужно учитывать, что у владельцев небольших компаний обычно меньше возможностей для выхода из бизнеса, поэтому покупка подобных фирм требует более интенсивных личных контактов. Трудности таких сделок связаны с тем, что вам приходится вкладывать в них значительные усилия еще до того, как вы будете уверены, что они состоятся. Кроме того, они требуют таких же, если не более, тщательных усилий по проведению процедуры «дью дилидженс», как и для крупных транзакций. Сделка стоимостью 2 млн. долл. может отнять столько же времени, сколько и сделка на 200 млн. долл., а «скелетов в шкафах» небольшой семейной фирмы может оказаться даже больше, чем у крупной компании.

Все это означает, что стоимость сбора информации и подготовки сделки может составлять значительно больший процент от ее цены. Если сделка привлекательна и у вас есть достаточно стратегических причин для того, чтобы ее заключить, — смело идите вперед, но при этом учитывайте, сколько времени, денег и других ресурсов вам придется на нее потратить.

Как появляются возможности для подобных дополнительных покупок? В главе 4, когда обсуждались приобретения, уже упоминалось, что существует много источников, которые могут подать идею о потенциальных покупках: это, например, инвестиционные банкиры и брокеры, однако большинство подобных сделок заключается благодаря контактам в своей отрасли. Если у вас там хорошие связи и другие компании знают, что вы — потенциальный покупатель, то новые возможности для покупок будут появляться так часто, что это вас просто удивит.

### *Подготовка бюджета и планирование*

Большинство выкупленных бизнесов, которые раньше были частью крупных корпораций, или вновь создаваемые компании обычно раньше не занимались достаточно серьезно подготовкой бюджета и планированием. Бюджет и планирование нужны для того, чтобы определить зону и степень ответственности каждого подразделения бизнеса и поставить четкие цели, способные объединить их для общей работы. Менеджеры должны ясно представлять, что им нужно сделать, чтобы достичь запланированных значений показателей, и что именно произойдет, если они добьются успеха. Это часто означает, что нужно полностью перестроить систему подготовки бюджета. Особенно это важно, если планируется преобразовать фирму в публичную компанию, — перед тем как менеджеры должны будут открыть фирму для внешнего аудита, им

нужно выработать эффективную и четкую систему подготовки бюджета и бухгалтерского учета.

Бюджет также должен быть увязан с эффективным процессом планирования. Хороший способ решения этой задачи — организовать коллективный выезд менеджеров в какой-нибудь загородный пансионат после заключения сделки. Команда из 10–15 высших менеджеров со своими супругами покидает на несколько дней компанию, и это дает им возможность по-другому взглянуть на ее стратегию и другие аспекты бизнеса. Они смогут переосмыслить свою работу и создать нужные условия для успеха компании.

### *Коммуникации*

Внутренние и внешние коммуникации компании становятся еще важнее после выкупа. Необходимо, чтобы ее работники и потенциальные инвесторы, партнеры, поставщики и сотрудники фирм, которые компания собирается приобрести, хорошо понимали ее новую стратегию. Потребность в четких коммуникациях становится еще более очевидной, когда фирма готовится к продаже или преобразуется в публичную компанию и готовится к первоначальному публичному предложению акций.

Часто это первый случай в карьере менеджеров, привыкших работать в фирмах, где есть корпоративный отдел по связям с общественностью и инвесторами, когда им нужно самим уделять внимание стратегии коммуникаций. Многие выкупленные компании нанимают для этой цели фирму, специализирующуюся на связях с общественностью, чтобы быть уверенными в эффективности своих коммуникаций. Основная цель — сообщить людям о сделке и тех благах, которые она сулит. Даже если сегодня вам еще не нужно привлекать инвесторов или покупателей для вашей компании, такие эффективные коммуникации помогут вам подготовить почву для будущих инвестиций. Они также дадут знать вашим потенциальным целевым компаниям, которые вы намерены приобрести в следующий раз, что вы настроены на подобные сделки. Это может оказаться для вас очень полезным средством приобретения возможностей для последующих сделок. Если информация о совершенной сделке публикуется в отраслевом бюллетене, то менеджеры новой компании могут получить до 50 предложений о новых сделках по выкупам.

После IPO, как обсуждается ниже в данной главе, самым важным условием успеха оказываются хорошие отношения с инвесторами. Компании, которые собираются стать публичными, в своей стратегии по коммуникациям должны уделять большое внимание этому вопросу, чтобы, когда понадобится, можно было рассчитывать на благосклонность инвесторов.

*Привлечение сотрудников с необходимыми навыками*

В дополнение к эффективным коммуникациям фирме могут понадобиться и другие навыки, например маркетинговые. Компания SAGA создала маркетинговый отдел и наняла для работы в нем специалистов из фирмы Imega. Она также ввела новую должность главного технолога, и менеджер, занявший эту должность, стал руководить разработкой новой продукции. Высшим менеджерам компании нужно определить, какие специалисты ей нужны, и создать отдел по подбору персонала, который будет находить и принимать на работу обладающих необходимыми навыками сотрудников. Как уже обсуждалось в примере с компанией Teshway, — когда речь шла о выплате комиссионных торговым представителям этой компании, — может возникнуть необходимость коренным образом изменить свою систему материального стимулирования.

## Выход из бизнеса

Вы можете быть счастливы, владея и управляя вашим бизнесом до конца своих дней, и, возможно, даже передадите его вашим наследникам, но у инвесторов, наверное, другие планы — они захотят выйти из бизнеса раньше вас. Вам нужно запланировать возможность в течение первых пяти лет вашего владения компанией выйти из бизнеса, если не для менеджеров, то, по крайней мере, для инвесторов. Очень важно, как обсуждалось в главе 5, заранее подготовить стратегию выхода. До тех пор, пока деньги не будут выложены на стол, весь потенциал выкупа сводится только к разговорам и бумагам. Еще до первого обсуждения соглашения с продавцом или инвестором, участвующим в выкупе, команда менеджеров должна знать, каким образом инвесторы и менеджеры могут выйти из сделки и получить свои деньги. Большинство инвесторов захочет получить свою прибыль через 3–5 лет, а некоторые — даже раньше. Если у вас нет хотя бы одного предлагаемого варианта выхода из сделки, никто не полезет вслед за вами в этот «мешок». Команда Роджера Баллоу, например, разработала 3–4 стратегии выкупа, которые, в частности, предусматривали прямую продажу более крупной фирме или вторичное предложение акций на публичном рынке.

Второе правило, которое нужно знать: ваш реальный выход не будет похож на тот, который вы планировали заранее. Его конкретные характеристики будут зависеть от реального хода событий и открывающихся возможностей, иногда и совершенно неожиданных. Вам нужно заранее продумать различные возможности выхода, а также подготовиться к изменениям своих планов, если это понадобится.



*Самый важный элемент выхода*

Существует много способов выхода из бизнеса, но один принцип обязателен: если ваша компания не летит вперед на всех парах — будет очень трудно найти кого-то, кто согласен встать на капитанский мостик. Неважно, насколько хорошо прошло первоначальное публичное предложение акций компании. Неважно, насколько хорошо идут дела в отрасли. Даже высокие доходы инвесторов не сыграют тут большой роли. Вам ничто не поможет, если у вашей компании нет хорошей продукции. Это очень простой, даже очевидный принцип, но менеджеры, поглощенные игрой в большие финансы, часто забывают о нем. Самое важное условие для гладкого выхода из бизнеса — владеть сильной компанией, а лучшее время для выхода — то, когда дела в компании идут отлично.

Неважно, готовитесь ли вы к презентации IPO или к представлению компании с целью ее продажи стратегическому покупателю: если вы можете рассказать хорошую историю о своем бизнесе, то перед вами будут раскатывать ковровые дорожки. Если у вас хорошие отношения с клиентами и поставщиками, если в компании хороший социально-психологический климат и низкая текучесть кадров — все это признаки того, что компания обладает высокой стоимостью, и покупатель будет готов отправиться в банк и заплатить за нее. Но если в этот год показатели вашей компании одни из худших за всю ее историю, тогда вы не увидите ковровых дорожек и не услышите духовых оркестров.

**Определение даты выхода**

Большинство фирм-инвесторов участвуют в сделке от трех до пяти лет. Они понимают, что для того, чтобы стоимость компании выросла, необходимо время. Иногда инвесторы могут «поймать синюю птицу»: бывают такие сделки, когда они приобретают компанию по низкой цене, и неожиданно появляется покупатель, который готов по прошествии всего нескольких месяцев заплатить за нее двойную цену. Такие сделки — мечта для инвесторов, и если только у менеджеров нет убедительных аргументов, доказывающих, что цена бизнеса через 1–2 года вырастет в 4 раза, они, конечно, продадут компанию. Менеджеры могут быть эмоционально привязаны к своему бизнесу и работе в компании, но даже если они и будут сильно переживать из-за ее продажи, у них останется достаточно времени, чтобы погоревать об этом по дороге в банк за своими деньгами.

Синяя птица счастья прилетает нечасто. Такие сделки — хотя им все рады, если подвернется такая возможность, — нехарактерны для инвестиционного бизнеса, и большинство инвесторов посвящает их поиску не больше времени, чем разработке тактики выигрыша в лотерею. Их больше заботит, как стать партнерами в сделке, увеличить вместе с менеджерами

стоимость выкупленной компании и вовремя вернуть свои инвестиции плюс получить на них солидную прибыль.

Если в отношениях инвесторов и менеджеров возникает напряженность, то чаще всего из-за того, что первые торопятся начать осуществлять IPO компании или продать бизнес, а вторые к этому еще не готовы. Поскольку менеджеры очень заинтересованы в успехах компании, они почти всегда находят общий язык с фирмой по выкупам. Хорошие условия выхода выгодны всем. Если у вас с партнерами нормальные рабочие отношения, то ваши дискуссии не будут враждебными, но и вам, и им придется пойти на уступки.

Первоначальное публичное предложение и последующая работа с инвесторами отнимают очень много времени. Причем нередко именно тогда, когда команда менеджеров должна уделять все свое внимание развитию бизнеса. Компания Роджера Баллоу Global Vacation Group завершила свое последнее приобретение 8 мая и должна была представить аналитикам финансовый прогноз на следующие шесть кварталов, чтобы получить возможность провести IPO 29 мая. «Тот факт, что наши расчеты оказались достаточно точными, просто удивителен, учитывая, как мало у нас было времени, — рассказывает Баллоу. — В ретроспективе это было похоже на попытку заняться развешиванием рождественских украшений в вашем доме, когда уже пришли гости и полным ходом идет рождественская вечеринка. Это оказалось очень и очень сложной задачей».

Баллоу мог предпочесть подождать, но, с другой стороны, нужно принимать во внимание «окно возможностей» на рынке, которое может и закрыться. Компании Global Vacation Group удалось использовать оживление на рынке IPO, которое могло бы закончиться, если бы компания решила ждать. На этой стадии очень важны честные и открытые взаимоотношения с вашими финансовыми партнерами.

## Четыре стратегии выхода

Хотя больше всего внимания привлекает первоначальное публичное предложение и вторичное размещение акций на бирже, это не единственный способ выхода из сделки. Существует четыре основных варианта получения своих денег и выхода из сделки.

- Первоначальное публичное предложение (IPO), которое дает возможность продать акции.
- Продажа компании стратегическому покупателю.
- Рекапитализация с использованием заемных средств.
- Продажа фирмы другой компании, специализирующейся на выкупах.

В одних случаях возможны все четыре варианта, в других — только один или два из них. Например, фирма-производитель зубных щеток может легко найти стратегического покупателя или провести при помощи банков рекапитализацию, но инвесторы со смехом выпроводят менеджеров этой компании из своих офисов, если те предложат провести IPO подобной фабрики на фондовом рынке. Если только это не интернет-компания, владелец домена *tooth.brushes.com*\* — забудьте о подобной идее.

### *Первоначальное публичное предложение акций (IPO)*

Хотя IPO часто обсуждают как «стратегию выхода», строго говоря, это не так: ведь она не позволяет сразу получить денежные средства. После IPO инвесторы по-прежнему в полной мере связаны с выкупленным ими бизнесом. На практике они могут выйти из этой сделки только после продажи своих акций, но на это обычно уходит не менее двух лет после IPO, и только в том случае, если вам повезет. В тот момент, когда компания производит IPO, андеррайтер требует, чтобы менеджеры удерживали все 100% своих акций, а их партнеры-инвесторы могут продать на этой стадии не более 10% своих акций. В следующие полгода никто из них вообще не сумеет продать ни одной акции, а если позже это кому-нибудь захочется сделать, то инвесторы потребуют объяснить им причину. Вы можете попробовать провести позже серию вторичных выпусков акций, которые позволят инвесторам постепенно продать существенную часть своих акций, но это требует серьезной специальной подготовки и последующих «гастрольных поездок», чтобы убедить потенциальных инвесторов. IPO может способствовать более позднему выходу из сделки, но это еще не сам выход.

Для успешного IPO вам нужна убедительная история ваших успехов, которую можно быстро рассказать потенциальным инвесторам. Когда вы начнете свои «гастрольные поездки», то должны выгодно выделяться среди конкурентов, и у вас должен быть эффективный и реальный план. Вам также нужно позаботиться о том, чтобы в ваших презентациях была «изюминка».

Компании, которые выпускают автомобильные аксессуары или оборудование для вентиляции и отопления, недостаточно привлекательны, чтобы добиться успеха, если только они не обладают какими-то уникальными достоинствами: например, добились в последнее время отличных показателей и стали признанными лидерами в отрасли. Если менеджеры обладают хорошими коммуникативными навыками, это может им помочь. У обаятельного генерального директора шансы на успех будут выше.

---

\* Буквально — «зубные.щетки.com» — *Прим. пер.*

Очень большую роль играет время, когда проводится IPO. Вам нужно не упустить момент, но если вы начнете предлагать акции преждевременно, то можете за это поплатиться. Если вы не в состоянии точно предсказать, какой доход принесет ваш бизнес в ближайшие 2–3 года, рынок вас раздавит. В любом случае менеджерам придется затратить очень много времени на подготовку IPO, и расходы только на печатные, юридические и бухгалтерские услуги составят 250–500 тыс. долл. Кроме того, сегодняшний рынок инвестиций и IPO не прощает ошибок. Если вы ошибетесь в своих расчетах, рынок вас обязательно накажет.

Вам нужно учитывать стратегическую перспективу. Не следует начинать IPO, если это противоречит стратегии развития вашего бизнеса. Может быть, в вашей отрасли циклы бизнеса длятся более года, что противоречит краткосрочным запросам инвесторов? Возможно, проблемой окажутся неравномерные поступления доходов или сезонность? Может ли случиться так, что предложение акций компании на рынке затруднит привлечение инвестиций, и это негативно повлияет на будущие доходы? Сколько времени менеджеры должны уделить акционерам? С другой стороны, вам нужно подумать и о том, каким образом размещение акций компании на рынке может помочь ей финансировать свои последующие приобретения фирм и привлечь нужных сотрудников. Простых ответов на все эти вопросы не существует, но вам необходимо обсудить стратегию с вашими партнерами по выкупу и решить, что выбрать: IPO или продажу компании.

**Не поддавайтесь лихорадке IPO.** Одна вещь, которую вам не стоит делать, это поддаваться лихорадке IPO. Сегодня оно очень популярно и вызывает большой интерес у публики. Искушениям, связанным с IPO, трудно противостоять: каждый думает о том, как здорово получить право ударить молотком в гонг, завершая торги на Нью-Йоркской фондовой бирже, и появиться благодаря этому в программе новостей телеканала CNN. Да и от всех этих миллионов долларов, которые потекут в ваш бизнес, может легко закружиться голова. Эта особенность IPO очень привлекательна, но обратная сторона медали связана с тем, что подготовка к IPO — очень тяжелая работа, а потом, после IPO, отношения с инвесторами могут превратить вашу жизнь в ад. Сначала это похоже на голливудский фильм, а затем больше напоминает каторжные работы на соляных коях. Это слишком дорогая цена за возможность произвести впечатление на ваших друзей по загородному клубу. Если только у вас нет бесспорных стратегических причин для подготовки IPO, поищите какой-нибудь другой, более легкий путь для того, чтобы прославиться: например, добейтесь, чтобы вас включили в состав экипажа первого космического корабля, который отправится на Марс.

Если вам нужно быстро вернуться к реальности, подумайте о тяжелых проблемах, связанных с IPO, с которыми я столкнулся как инвестор нескольких публичных компаний и председатель совета директоров публичной компании—производителя программного обеспечения. Сегодня мое правило — всеми способами избегать IPO, кроме тех случаев, когда без него никак нельзя обойтись для реализации ваших планов. Позвольте мне рассказать о негативных сторонах IPO.

*Придется «распахнуть кимоно».* В связи с IPO масса информации о вас и вашей компании становится известна общественности, и если только вы не эксгибиционист по своей природе, это вызовет у вас ощущение дискомфорта. Все ваши конкуренты узнают о том, какие вы получаете (или не получаете) реальные прибыли, хуже того, все ваши работники и соседи будут точно знать все о ваших доходах, о том, сколькими акциями и какими опционами вы владеете, насколько выросла ваша зарплата и какие вы получали бонусы и премии. Это напоминает патологоанатомическое исследование, и вам лучше к нему подготовиться. Предъявляли ли вам за последние пять лет судебные иски? Вы должны рассказать об этом. Вы продавали акции по низкой цене вашему брату? Выкладывайте об этом всю информацию! Требования о публичной финансовой отчетности заставят вас «раздеться до нижнего белья», да и нижнего белья останется самый минимум. Если после всего этого IPO вам кажется привлекательной возможностью, тогда можете попробовать.

*Это ваша новая дополнительная работа.* Серьезные расходы при подготовке IPO: юридические, бухгалтерские, связанные с обеспечением гарантий (андеррайтинг) — это только начало. Те 2–3 месяца, которые потребуют ежедневной напряженной работы для подготовки успешного первоначального публичного предложения, — только легкая прогулка по сравнению с тем, что последует дальше. Генеральный директор и финансовый директор компании, скорее всего, будут перед IPO тратить треть своего рабочего времени на беседы с представителями институциональных инвесторов. Эти ребята очень требовательны, и они не оставят вас в покое. После IPO ситуация такова: вы сможете тратить на работу только половину своего времени, а вторая половина уйдет на то, чтобы улаживать инвесторов. И это в том случае, если дела пойдут хорошо, а если они пойдут плохо, то вы будете тратить на инвесторов все свое время.

*Ошибетесь в расчетах — и вам конец.* Квартал за кварталом ваша жизнь и смерть будут зависеть от точности ваших расчетов. Это потребует стольких усилий, что негативно повлияет на вашу способность принимать удачные долговременные решения для вашего бизнеса. Выбора у вас не будет — придется делать все возможное, чтобы ваши планы были точными и выполня-

лись. Если аналитики оценивают вашу доходность на акцию на уровне 17%, значит, вам лучше добиться 18%-ной или более высокой доходности, иначе инвесторы будут шарахаться от ваших акций, как от чумы. Если же результаты будут ниже этого показателя, то ваши акции попадут в печальную категорию, которую аналитики деликатно называют «поврежденные акции». Это значит, что они будут, скорее всего, продаваться по цене вдвое ниже, чем их реальная стоимость, и понадобится не менее года, чтобы их цена снова возросла. Некоторым компаниям это так никогда и не удается. Они попадут в «ад для публичных компаний», и самые благоприятные в мире пресс-релизы не помогут им оттуда выбраться.

• *Вам придется смириться с «персональным демоном», который будет постоянно мучить вас.* Когда вы окажетесь в «аду для компаний с поврежденными акциями», вы встретитесь с существами, специально созданными для того, чтобы мучить менеджеров публичных компаний. Это особая группа юристов, «кормящихся» за счет компаний, акции которых резко снижаются в цене. Это еще один «бонус» для вас: мало того, что цена ваших акций падает, акционеры вас ненавидят, как, впрочем, и работники вашей компании, потому что их опционы обесценились, но, кроме всего этого, на вас (именно на вас лично — должен я добавить) и на вашу компанию поданы судебные иски. Остается только надеяться, что директора и менеджеры компании позаботились о хороших страховках. Вот что происходит. Юридические фирмы внимательно следят за теми моментами, когда цена акций какой-то компании резко снижается, а потом они находят какую-нибудь старушку, владеющую несколькими акциями этой компании, которая до этого момента была совершенно довольна своей жизнью. Они убеждают ее, что она должна прийти в ярость от того, что «они сделали с ее акциями». Они ей скажут, что все судебные издержки берут на себя и даже немного ей заплатят. Ей нечего терять. Потом они садятся за компьютер. У них уже есть готовый судебный иск, сохранившийся со времен последнего подобного судебного процесса, в нем только нужно поменять несколько имен и названий — и можно его распечатывать. Теперь вперед на всех парах — вот оно, «ускоренное правосудие». Печальная правда заключается в том, что они часто выигрывают иски. Они предъявляют фирме какие-то безумные обвинения, которые здравомыслящий человек не способен понять, требуют 30 млн. долл. за возмещение ущерба, и компании приходится договариваться с ними о выплате 3 млн. — только для того, чтобы избежать судебного разбирательства. (Как вы думаете? Как часто присяжные вынесут вердикт в пользу крупной корпорации, которая «обидела бедную старушку»?) «Законники» получают треть от суммы сделки, а после того, как заканчивают праздновать свою победу, принимаются за следующий иск. Это узаконенное вымогательство, и когда вы размещаете свои акции на рынке, то оказываетесь для него легкой мишенью.

Все эти проблемы особенно остры для новых молодых фирм и компаний, меняющих стратегическое направление своего бизнеса. «Для меня и для моей фирмы время, которое тратится на общение с инвесторами и выполнение требований Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), — это дополнительная тяжелая обуза, — говорит Роджер Баллоу из фирмы Global Vacation. — Инвесторы звонят и говорят, что собираются вложить деньги на длительный срок, а потом бомбардируют вас вопросами о ваших ежеквартальных результатах. Такая отрасль, как туризм, работает, подчиняясь 1,5-годовичным циклам, поэтому ежеквартальные результаты ничего не говорят о реальных прибылях, которые будут получены через 1,5 года». Это значит, что под давлением инвесторов компания может недостаточно инвестировать в стратегические проекты, которые не приносят немедленных результатов. Хотя компания Global Vacation Group сделала достаточно крупные вложения в развитие интернет-технологий, она могла бы инвестировать в них еще больше, если бы не инвесторы, требовавшие быстрого получения прибылей.

Отношения с инвесторами молодой растущей компании существенно отличаются от отношений с ними зрелой фирмы. Различные перемены происходят быстро: как подъемы, так и спады в результатах деятельности компании. «Наблюдать за ежеквартальными достижениями молодой компании — это примерно то же самое, что оценивать ежеквартальный прогресс вашего ребенка, — говорит Баллоу. — Вы будете уделять слишком много внимания мелким деталям: он выучил только три новых слова за прошедший квартал, он отстает от плана». Настроение часто меняется, и каждый «чих» молодой или находящейся в процессе перестройки компании отражается на ее положении на рынке, поскольку инвесторы продают и покупают акции, ориентируясь на краткосрочные результаты работы фирмы. После IPO цена акций компании SAGA почти утроилась и достигла отметки в 30 долл., чтобы затем упасть до 5 долл. за акцию. Из-за огромных затрат времени менеджеров для подготовки IPO, как это обсуждается ниже, часто более привлекательной возможностью является продажа компании в частном порядке.

**Преимущества IPO.** После такой мрачной картины и длинного списка проблем вы можете задуматься о том, почему вообще кто-то решается на IPO. Кроме приятной шумихи, связанной с ним, и стремления некоторых менеджеров прославиться, существует и много убедительных стратегических доводов в пользу IPO, которые объясняют популярность этого инструмента. Среди них можно выделить следующие.

*Оценка стоимости акций.* Бывают такие случаи, когда на фондовом рынке за акции компании платят значительно больше, чем можно получить при любом другом способе продаж. Это, например, сегодня происходит

с высокотехнологичными компаниями. Если разница в цене между публичной продажей акций и частными продажами достаточно велика, то это может быть достаточным основанием для того, что провести IPO, несмотря на все связанные с этим трудности.

*Валюта для приобретения компаний.* Если вы собираетесь покупать другие компании, то акции, котирующиеся на фондовой бирже, могут стать отличной «валютой» для таких покупок. Это было одной из основных причин, по которым компания Global Vacation Group решила осуществить IPO.

*Фондовые опционы для сотрудников.* Опционы на приобретение акций — это также отличный способ привлечь и удержать работников компании, особенно в технологическом секторе. Опционы являются практически обязательным условием, позволяющим заинтересовать и привлечь самых талантливых специалистов. Все же нужно трезво относиться к этому преимуществу IPO, так как и в закрытой акционерной компании можно использовать опционы, чтобы удержать лучших работников.

*Повышение ликвидности.* Хотя IPO не может быстро повысить ликвидность, по прошествии нескольких лет вы сумеете продать существенную часть своих акций, не покидая при этом компанию. Это труднее сделать в том случае, когда компания представляет собой закрытое акционерное общество, если только вы не решаете продать весь бизнес целиком.

#### *Продажа стратегическому покупателю*

Продажа стратегическому покупателю обычно позволяет получить самую высокую цену за компанию. По сравнению с инвесторами, которые смотрят на бизнес только как на способ заработать доход на свой капитал, стратегические покупатели действительно знают, что делать с бизнесом после покупки. Такой покупатель (часто это конкурент) может объединить приобретенную компанию со своим прежним бизнесом, причем сделать и то, и другое более эффективным. Другой вариант стратегической покупки — это приобретение бизнеса одним из клиентов («обратная интеграция») или поставщиков («прямая интеграция»). В конечном итоге, вам, вероятно, предложит самую выгодную цену конкурент, потому что у него есть возможность сократить свои накладные расходы.

Сокращение накладных расходов обычно означает увольнение сотрудников, поэтому финансовый выигрыш при продаже бизнеса сопровождается большими проблемами с персоналом. Некоторые покупатели очень агрессивно сокращают штат приобретенной компании, увольняя большинство работников, но сохраняя клиентскую базу. Если бизнес приобретен поставщиками или клиентами, а не конкурентами, то массовых увольнений



обычно не происходят. Если вы знаете, что массовые увольнения вероятны, можете выплатить работникам компании бонус из средств, вырученных от ее продажи, или договориться при заключении сделки, что выходное пособие увольняемым сотрудникам будет выплачиваться не за три, как обычно, а за шесть месяцев.

Стратегическая продажа обычно означает, что высшие менеджеры отказываются от управления фирмой. Иногда бывает так, что они сохраняют свои посты в новой компании после покупки, но обычно сокращают также и многие должности высших менеджеров. Это может не устраивать многих менеджеров, которые не хотят так быстро отказываться от своей мечты руководить компанией после того, как она осуществилась.

#### *Рекапитализация с использованием заемных средств*

Иногда банки могут предложить возможность выхода путем рекапитализации с использованием заемных средств. При этом, менеджеры сохраняют свою работу. Допустим, выкуп начинался при помощи 15 млн. долл. собственного капитала и 35 млн. долл. заемных средств. С тех пор бизнес был успешным, и долг существенно сократился. Вы можете получить возможность провести рекапитализацию с использованием заемных средств. Для этой цели банк даст вам 20 млн. долл. для обратной покупки акций у акционеров. Первоначальные инвесторы, таким образом, вернут свои инвестиции, а компания будет использовать более традиционные источники банковского финансирования. Эта стратегия обычно сопровождается меньшей оценкой стоимости, чем при продаже стратегическому покупателю, но если последнего нет, то это особенно привлекательный способ выхода из дела. Вам не нужны «гастрольные поездки» и трудное общение с инвесторами — только сделка с банками.

Рекапитализация с использованием заемных средств особенно подходит для бизнеса со стабильным притоком капитала, но без быстрого роста доходов, который нужен для успешного IPO. (Банкиры считают, что стабильный приток денежных средств намного более привлекателен, чем быстрый рост бизнеса.) Компания—производитель зубных щеток, акции которой не интересуют фондовый рынок, может получить средства за счет долгового финансирования. Люди всегда будут чистить зубы, а это значит, что такая фирма сможет выплатить свой долг кредитору.

#### *Продажа компании другой фирме по выкупам*

Иногда выходом из сделки для первоначальных инвесторов может быть продажа дела другой фирме по выкупам. Почему первоначальный инвестор может захотеть этого? Почему другая фирма может заинтересоваться «подержанным товаром»? Первоначальная фирма по выкупам может за-

хотеть изъять свои инвестиции и выйти из дела, потому что заканчивается срок существования фонда, финансировавшего выкуп. Если отсутствуют возможности для проведения IPO или нет стратегического покупателя, то инвесторы могут обратиться к другой фирме, занимающейся выкупами. Поскольку частного капитала на рынке много, ряд фирм ищет дело, в которое можно было бы вложить свои средства. Первоначальная фирма по выкупам, вероятно, может обратиться к другому фонду и сама выкупить компанию, но партнеры с ограниченной ответственностью не любят подобные сделки, потому что если фирма, специализирующаяся на выкупе, продает акции своему собственному фонду, это влечет за собой конфликт интересов, и очень трудно доказать, что вы действительно получаете за компанию хорошую цену. Продажа другой фирме по выкупам приносит прибыль первоначально выкупавшей компанию фирме и дает менеджерам больше времени для развития бизнеса. Обычно она приносит более высокую прибыль, чем рекапитализация с использованием заемных средств.

Чтобы применить этот вариант, компания обычно обращается к инвестиционному банку и проводит переговоры с несколькими фирмами, специализирующимися на выкупах. Иногда менеджеры остаются в компании после этой второй сделки, а иногда они договариваются выйти из дела через пару лет. Если менеджеры не собираются оставаться в компании, то это обычно снижает ее цену.

Часто менеджеры сохраняют свой энтузиазм и готовы и дальше развивать бизнес — поэтому они проводят еще один выкуп компании, но уже с другой фирмой. Для этого им нужно снова пересмотреть перечень условий менеджмента. Обычно новая выкупающая фирма ожидает от них, что они вложат примерно половину своего общего дохода в новую сделку. То есть она хочет, чтобы ставка и участие менеджеров в этой новой сделке были еще выше, чем в первой.

## **Продумайте выход еще до того, как вы купили**

Мы обсудили много вариантов продажи компании и превращения в деньги ваших, заработанных таким напряженным трудом, акций. IPO — это славный путь, но он связан с многочисленными трудностями. Существуют и другие возможности — такие, как рекапитализация или стратегическая (прямая) продажа. Основная проблема стратегии выхода, как и многих других важных тем данной книги, — знать о том, куда направляетесь, до того, как вы отправитесь в этот путь. Как я уже отмечал раньше, когда в главе 5 обсуждалась стратегия, если у вас нет ясного представления о выходе из дела еще до того, как вы купите компанию, то вам, вероятно, не следует заключать сделку. В конце концов, выкуп — это только полдела: нужно еще получить свои деньги, чтобы купить ту самую яхту, на которой вы сможете отпраздновать свой успех.

## Выводы

Я попытался обобщить все, что узнал за 15 лет работы в бизнесе по выкупу компаний. Надеюсь, что книга будет для вас полезна. Я получал удовольствие, стараясь написать книгу, которая помогла бы менеджерам осуществить свою мечту и стать предпринимателями. Если она поможет хотя бы одному менеджеру провести выкуп компании, я буду считать, что достиг своей цели.

Как я говорил, эта книга предназначена для менеджера, который хочет реализовать свою мечту и управлять своей судьбой. И позвольте мне прокричать во всю силу моих легких:

**— Нынешнее десятилетие — это время менеджеров!**

Никогда еще не было такого изобилия капитала, который есть буквально повсюду и готов поддержать вас и ваше видение. Эти огромные ресурсы — 150 млрд. долл. — с нетерпением ждут сильного лидера и команды менеджеров с хорошо продуманным и вызывающим доверие планом выкупа. Можете ли вы стать таким лидером? Можете ли вы создать такую команду? Безусловно. Даже если у вас самих мало капитала? Да. Это легко? Нет! Это требует смелости, решительности, выносливости, лидерских способностей, видения, интеллекта и, как правило, немного везения.

Но дело того стоит. Спросите об этом Дана Гиллиса, Гарри Маккрири, Стюю Джонсона, Билла Гувера и Роджера Баллоу. К одним из них пришел большой успех, к другим — нет, некоторые хорошо заработали, а другие понесли убытки. Но вот в чем я могу вас уверить: ни один из них не обменял бы свой предпринимательский опыт по созданию и развитию компании на место в уютном и спокойном офисе в бюрократической структуре какой-нибудь корпорации.

У них была смелость, чтобы решиться. Они устремились за своей мечтой и поверили в себя, а также узнали о руководстве бизнесом больше, чем когда-либо могли себе представить. Вы тоже можете это сделать, и я надеюсь, что у вас все получится! Я написал для вас эту книгу, и теперь вы принимайтесь за дело, найдите свою большую мечту и реализуйте ее.



# ПРИЛОЖЕНИЯ: ДОКУМЕНТЫ ПО ВЫКУПУ КОМПАНИИ

**Н** иже приведены образцы документов, связанных с выкупом компаний. Это документы общего характера, и, перед тем как их использовать, следует проконсультироваться с юристом. Данные образцы разработаны для того, чтобы ознакомить менеджеров с основной документацией, используемой при подготовке сделки. Более подробную информацию можно найти на нашем веб-сайте [www.buyoutbook.com](http://www.buyoutbook.com).

- A. Перечень условий менеджмента, Резюме Меморандума о взаимопонимании и Трудовой договор
- B. Письмо о намерениях, подписываемое с продавцом
- C. Письмо об обязательствах банка
- D. Соглашение о конфиденциальности
- E. Список вопросов для проверки профессиональной квалификации высших менеджеров
- F. Список рабочей группы
- G. Календарный график и распределение ответственности
- H. Список показателей для процедуры «дью дилидженс» (контрольный лист)
- I. Список фондов прямого инвестирования
- J. Список источников долгового финансирования
- K. Финансовая модель — детальный анализ

## **Приложение А.**

### **Перечень условий менеджмента, Резюме Меморандума о взаимопонимании и Трудовой договор**

#### **Краткий перечень условий менеджмента (образец)**

**Techway, Inc.**

**Пакет мер, направленных на стимулирование управляющих  
Резюме Перечня условий с целью обсуждения**

Ниже приведены основные условия соглашения между Инвестором и вышшим менеджментом компании Techway (далее «Компания»)

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| Акции:                             | Поощрительная доля в размере 15% акционерного капитала, в виде обыкновенных акций для обеспечения доходов от прироста капитала.   |
| Наделение правами:                 | Будет предоставляться 20% акций при заключении сделки и 20% в год — впоследствии, полная передача прав — по истечении 4 лет с момента заключения сделки.  |
| Инвестиции:                        | Менеджеры осуществляют инвестирование транзакции в размере 750 тыс. долл., на тех же условиях, что и Инвестор.  |
| Текущая компенсация:               | Подлежит обсуждению, Инвестор поддерживает существующие программы компенсации.  |
| Льготы:                            | Характер и предоставление льгот требуют более четкого разъяснения.  |
| Комиссионные за заключение сделки: | Управляющие получают комиссионные за заключение сделки в размере 15% комиссионных Инвестора; 100% данных комиссионных после уплаты налогов вкладывается в сделку в дополнение к указанному выше личному взносу. |
| Комиссионные Инвестора:            | Инвестору выплачиваются комиссионные за заключение сделки в размере 1% от общей суммы сделки, а также 250 тыс. долл. ежегодно в качестве платы за услуги менеджмента компании-инвестора.                        |

Роль Инвестора: Инвестор предоставляет 100% акционерного капитала и организует привлечение долгового финансирования совместно с одним из своих партнеров-кредиторов.

Согласовано  
в принципе:

\_\_\_\_\_  
Подписи Менеджеров

\_\_\_\_\_  
Подпись Инвестора

Дата:

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

## Меморандум о взаимопонимании с менеджментом (образец)

Меморандум о взаимопонимании компании Techway  
12 февраля 1999 г.

### I. Введение

Компания Techway будет рекапитализирована группой Инвесторов. Рекапитализация будет проведена под руководством Инвесторов и при участии других Инвесторов, торгующих опционами и акциями, Продавца и ведущих исполнительных менеджеров компании (каждый из них по отдельности упоминается как «Исполнительный менеджер», а все вместе — как «Исполнительные менеджеры»). Их цель — изменение структуры капитала компании Techway для создания ведущей компании в области информационно-технологических услуг и управления ею.

### II. Роль Инвестора

Инвестор обеспечит значительную долю акционерного капитала и поддержку в формировании и развитии компании Techway. Инвестор, в соответствии со своими первоначальными обязательствами, предоставит капитал, необходимый для рекапитализации компании Techway (далее «Рекапитализация»), а также предоставит или распорядится о предоставлении до 100% денежных средств, необходимых для приобретения части акций компании Techway, не выкупленных Исполнительными менеджерами или не сохраненных Продавцом за собой. Кроме того, Инвестор предполагает принять непосредственное участие в совместной с Исполнительными менеджерами работе по формулированию бизнес-плана, обеспечению банковского и иного финансирования Techway, посещению и анализу потенциальных объектов первоначального приобретения; он также предоставит помощь в проведении переговоров и в завершении сделок, связанных с объектами первоначального приобретения.

### III. Роль Исполнительных менеджеров

Исполнительные менеджеры работают в действующих офисах компании Techway, если иное не согласовано между Исполнительными менеджерами и Инвестором. Каждый Исполнительный менеджер отчитывается перед Советом директоров компании Techway. Исполнительные менеджеры первоначально инвестируют в собственный капитал компании Techway в совокупности не менее 750 тыс. долл. (включая Фиксированный процент вознаграждения, см. Раздел VI, ниже) или более высокую сумму, на которую они захотят взять обязательства. Все указанные вложения Исполнительных менеджеров



в собственный капитал компании осуществляются во время Рекапитализации.

#### IV. Совет директоров

После Рекапитализации в состав Совета директоров Techway, а также каждого ее филиала войдет один представитель Исполнительных менеджеров и четыре представителя Инвестора. Председателем Совета директоров назначается представитель Инвестора. Численность Совета директоров может увеличиваться по мере роста компании, и в будущем в него могут войти руководящие сотрудники основных приобретенных компаний или другие сильные директора со стороны, при этом учитывается право Инвестора иметь большинство в Совете директоров. Совет директоров имеет право утверждать проведение всех имущественных транзакций с участием Techway, включая, без ограничений, приобретения и ликвидацию, привлечение кредитов, заключение трудовых договоров с руководящими сотрудниками, управление бюджетом, капитальные затраты, а также заключение крупных контрактов.

#### V. Финансирование

- A. *Обязательства.* Инвестор обязуется инвестировать в Techway до 45 млн. долл. с целью обеспечения Рекапитализации, а также проведения приемлемых приобретений. Инвестор имеет право передать до 25% своих обязательств одному из филиалов или любому другому Инвестору (ам) (включая Techway и продавцов других приобретаемых компаний, совместно упоминаемых как «Акционеры, продающие активы»).
- B. *Будущие инвестиции сверх Обязательств.* Если Инвестор инвестирует в компанию Techway дополнительные средства на сумму, превышающую 45 млн. долл., то к данным вложенным средствам применяется такое же соотношение между привилегированными и обыкновенными акциями, как указано в пункте C, ниже, а все приобретенные активы и Фиксированный процент вознаграждения (определяемый в разделе VI, ниже) будут разбавлены на пропорциональной основе.
- C. *Форма инвестиций.* За исключением Фиксированного процента вознаграждения менеджмента, все инвестиции Инвестора, Продавца и Исполнительных менеджеров представляют собой комбинацию конвертируемых привилегированных акций (далее «Привилегированные акции») и обыкновенных акций (далее «Обыкновенные акции»). Данные инвестиции распределяются, исходя из принципа: 34 долл. инвестиций в Привилегированные акции на каждый 1 долл. инвестиций в

Обыкновенные акции. Привилегированные акции могут быть конвертированы или погашены либо на момент 1) первоначального публичного предложения, либо 2) в момент продажи компании Techway, в зависимости от того, какое из событий наступит раньше.

VI. *Фиксированный процент вознаграждения менеджмента*

А. *Фиксированный процент вознаграждения в Обыкновенных акциях.* Предусмотрено, что 15% общей стоимости Обыкновенных акций Techway (кроме приобретенных акций Исполнительных менеджеров) резервируется для Исполнительных менеджеров и других управляющих компании Techway (далее «Фиксированный процент вознаграждения»). Фиксированный процент вознаграждения оплачивается за счет совокупных инвестиций Исполнительных менеджеров, составляющих 750 тыс. долл. Права на Фиксированный процент вознаграждения передаются «через определенный срок» (50%) и «по результатам деятельности» (50%), а все приобретенные акции делятся пропорционально. Выплаты Фиксированного процента вознаграждения направлены на то, чтобы предоставить Исполнительным менеджерам возможность значительного увеличения доходов при незначительном вложении капитала. Поскольку Фиксированный процент вознаграждения определяется с самого начала в виде акций, а не опционов, то имеется также дополнительная выгода с точки зрения налогообложения, поскольку налоги взимаются по ставкам налога на доходы от прироста капитала, а не по обычным ставкам подоходного налога.

В. *Наделение правами на акции через определенный срок.* Права на 50% Фиксированного процента вознаграждения передаются через определенный срок. В общем случае права на акции Исполнительного менеджера, передаваемые через определенный срок, переходят к владельцу в течение 5 лет с момента Рекапитализации, причем по истечении каждого года в течение пятилетнего периода с Даты Рекапитализации ему переходит по 20%, если на соответствующие даты Исполнительный менеджер продолжает состоять в штате Компании. Права на все акции, передаваемые через определенный срок, передаются полностью (в размере 100%) в случае: 1) продажи Компании, 2) расторжения трудового договора с таким Исполнительным менеджером без «оснований» или «в связи с результатами деятельности» в течение одного года с момента первоначального

публичного предложения акций или 3) изменения органов управления Techway.

- С. *Наделение правами на акции по результатам деятельности.* Предусматривается, что 50% Фиксированного процента вознаграждения предоставляется по результатам деятельности. Права на принадлежащие Исполнительному менеджеру акции, передаваемые по результатам деятельности, полностью передаются в одном из следующих случаев: 1) Инвестор ежегодно получает установленную прибыль на свои инвестиции (внутренняя норма доходности — ВНД) или 2) данный Исполнительный менеджер продолжает состоять в штате Techway по истечении 10 лет с момента Рекапитализации. Акции, передаваемые по результатам деятельности, передаются по следующей схеме:

| <i>Процент акций,<br/>передаваемых по<br/>результатам деятельности</i> | <i>Внутренняя норма<br/>доходности<br/>Инвестора</i> |
|--|--|
| 20%  | 30% ВНД  |
| 30%  | 31% ВНД  |
| 40%  | 32% ВНД  |
| 50%  | 33% ВНД  |
| 60%  | 34% ВНД  |
| 70%  | 35% ВНД  |
| 80%  | 36% ВНД  |
| 90%  | 37% ВНД  |
| 100%   | 38% ВНД  |

- Д. *Продажа акций третьим сторонам.* В том случае, если компания Techway выпускает или продает акции третьим сторонам, (т. е. кредиторам, в ходе публичного предложения или при необходимости увеличения акционерного капитала для достижения соответствия определенным требованиям кредитных соглашений), уменьшение стоимости (разбавление) распределяется пропорционально между всеми действующими на тот момент держателями акций, получающими Фиксированный процент вознаграждения.

## VII. Право собственности

- А. *Рекапитализация.* После завершения Рекапитализации Инвестор и Исполнительные менеджеры покупают у Продавца приблизительно 90% Обыкновенных акций Techway. Собс-

твенность на Обыкновенные акции Techway после этого распределяется следующим образом:

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| Инвестор/Исполнительные менеджеры | 90% |
| Продавец                          | 10% |

Сразу же после указанного приобретения акций капитал Techway будет разделен на два класса акций: Привилегированные и Обыкновенные акции. Каждая существующая Обыкновенная акция Techway будет обменена на 10 Обыкновенных акций и 90 Привилегированных акций. Доля собственности всех акционеров (включая Продавца) по каждому классу акций остается такой же, как указано выше. Сразу же после данного приобретения Исполнительные менеджеры покупают свой Фиксированный процент вознаграждения в обыкновенных акциях. После приобретения своих акций Исполнительные менеджеры определяют свой статус налогоплательщика в соответствии с разделом 83 (b) по Кодексу законов о внутренних государственных доходах США 1986 г. с изменениями и дополнениями.

- В. *Право собственности.* Полностью распределенная собственность на акционерный капитал Techway после завершения Рекапитализации (включая Фиксированный процент вознаграждения) выглядит следующим образом:

|   | % приобретенных<br>Обыкновенных<br>акций | % приобретенных<br>Привилегированных<br>акций |
|---|--|---|
| Инвесторы                               | 76,50%                                   | 90,00%  |
| Продавец                                | 8,50%                                    | 10,00%  |
| Фиксированный процент<br>вознаграждения | 15,00%                                   | 0,00%   |
| Всего                                   | 100,00%                                  | 100,00%                                       |

- С. *Обратный выкуп акций.* Если кто-либо из менеджмента по какой-либо причине увольняется из компании Techway, то Techway обладает правом выкупа части не переданного этому бывшему менеджеру Фиксированного процента вознаграждения в Обыкновенных акциях, по первоначальной цене покупки. Однако при этом цена одной акции выражается в текущих ценах (т. е. рассчитывается следующим образом: сов-

ременные мультипликаторы приобретений  $\times$  EBIT + денежные средства – долг – Привилегированные акции или биржевой курс после IPO) для соответствующей части акций, права на которые передаются в определенный срок, и по всем акциям, права на которые передаются по результатам деятельности (но только на ту сумму, на которую указанные акции, передаваемые в определенный срок и по результатам деятельности, на тот момент переданы настоящему владельцу).

- D. *Право первого отказа.* Компания Techway и Инвестор имеют право первого выбора при продаже любых акций Исполнительными или другими менеджерами.

### VIII. Команда менеджеров /Компенсация

- A. *Трудовые отношения.* Каждый Исполнительный менеджер заключает с Компанией стандартный Трудовой договор, условия которого являются взаимовыгодными для Исполнительного менеджера, Инвестора и Techway. Срок трудовых отношений каждого Исполнительного менеджера с Techway начинается с даты завершения Рекапитализации и продолжается в течение трех (3) лет при условии, что после этого указанные трудовые отношения ежегодно возобновляются автоматически, если ни одна из сторон не предупредит другую сторону о расторжении трудовых отношений за шесть (6) месяцев до окончания любого из сроков.
- B. *Компенсация.* На основании подробного изучения существующей системы оплаты труда все существующие уровни компенсации сохраняются или, если уместно, увеличиваются в соответствии с рыночным уровнем оплаты труда за сравнимые должности в сопоставимых фирмах в отрасли информационных технологий. В качестве оплаты за свой труд Исполнительные менеджеры получают Зарплату (далее Оклад) и Премии. Оклад каждого Исполнительного менеджера ежегодно пересматривается Советом директоров Компании. Размер Премии устанавливается в определенном диапазоне, в процентах от Оклада Исполнительного менеджера соразмерно занимаемой им/ею должности. В общем случае предполагается, что размер Премии составит от 50 до 120% Оклада Исполнительного менеджера (в зависимости от должности), при этом первичным определяющим фактором является достижение согласованных финансовых показателей, а вторичным — личный вклад сотрудника. Общий премиальный фонд определяется совместно с Советом директоров. Генеральный директор Компании имеет

приоритетное право определения личных целевых показателей эффективности деятельности и премиального вознаграждения для каждого сотрудника.

- С. *Льготы.* На основании подробного изучения существующих программ каждый Исполнительный менеджер имеет право на получение всех стандартных социальных льгот, включая медицинское страхование, пенсионный план/401 (к), отпуск и прочие льготы и привилегии, которые могут быть установлены по согласованию с Советом директоров.
- D. *Увольнение.* Если трудовые отношения с Исполнительным менеджером прекращаются после завершения Рекапитализации без «оснований», то он или она получает выходное пособие и другие материальные пособия в течение 12 месяцев. Если трудовые отношения прекращаются «в связи с результатами деятельности» (т. е. исполнением лишь на 80% любого операционного бюджета за любой период сроком 12 месяцев), то он или она получает выходное пособие и другие в течение трех месяцев. Если Исполнительного менеджера увольняют по причине, соответствующей Оговоренным условиям, он может не получить выходного пособия.

IX. Затраты и комиссионные

Компания Techway возместит Инвестору обоснованные судебные издержки, связанные с финансированием сделки или оформлением и реализацией права собственности Инвестора, а также его расходы на участие в работе Совета директоров и других совещаниях, относящихся к работе Компании. Инвестор также получит комиссионные за подготовку транзакции — в размере 1% от стоимости активов (кредитов и акций), принадлежащих компании Techway. Компания Techway возместит Исполнительным менеджерам обоснованные судебные издержки, связанные с управлением компанией после завершения ее Рекапитализации.

X. Прочие условия

- A. Письмо, не имеющее обязательной силы. За исключением разделов B и C, приведенных ниже, это соглашение не является обязательным до тех пор, пока Инвестор и Исполнительные менеджеры не подпишут официальные соглашения. Последние будут обсуждаться и подписываться в связи с Рекапитализацией. Тем не менее, если стороны готовы подписать данное письмо и в принципе согласны с приведенными в нем условиями, то оно будет основой для подписания официальных законных соглашений между ними.

- В. Конфиденциальность. Условия данного письма — Меморандума о взаимопонимании не должны разглашаться Инвестором и Исполнительными менеджерами.
- С. Отказ от переговоров с третьими сторонами (Прекращение поиска покупателя). В связи с тем, что Инвестор будет нести существенные расходы на Рекапитализацию, каждый Исполнительный менеджер обязуется после принятия этого письма в течение 90 дней не обсуждать и не делать никаких предложений о покупке или продаже компании Techway или какой-то ее части ни с какими другими сторонами кроме Инвестора (за исключением ситуаций, предусмотренных данным письмом).
- Д. Соглашения об инвестициях. Стороны заключают соглашения об инвестициях, подразумевающие понимание и принятие обычных для прямого инвестирования условий, таких, как права на информацию и обязательства первоначальных акционеров по одновременной продаже их пакетов акций и пакета акций Инвестора (drag-along rights) и соответствующих положений о запрещении конкуренции.

Стороны данного соглашения настоящим договорились, что данное соглашение будет заключено и представлено на последнюю дату, указанную ниже:

Имя: \_\_\_\_\_

Должность: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Дата

\_\_\_\_\_

Дата

\_\_\_\_\_

Дата

## Краткое содержание Трудового договора

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| <b>Исполнительный менеджер:</b> | _____ («Исполнительный менеджер»)   |
| <b>Обязанности:</b>             | Исполнительный менеджер исполняет обязанности Генерального директора и [члена /председателя] Совета директоров Компании.  |
| <b>Срок трудового договора:</b> | Минимум три года; срок автоматически продлевается на один календарный год по истечении трех лет и по истечении каждого последующего года после этого, если любая из сторон не представит письменное уведомление о расторжении договора за 60 дней до наступления соответствующего срока.  |
| <b>Заработная плата:</b>        | Первоначальная заработная плата Исполнительного менеджера составляет 200 тыс. долл. при осуществлении первоначального приобретения, после этого она ежегодно пересматривается Советом директоров. [В течение срока действия Трудового договора размер заработной платы не должен уменьшаться.]  |
| <b>Премирование:</b>            | Исполнительный менеджер имеет право на получение ежегодной Премии в размере до 100% Оклада Исполнительного менеджера, исходя из базовых показателей, определяемых Советом директоров.   |
| <b>Выходное пособие:</b>        | При расторжении договора без оснований заработная плата выплачивается либо: 1) в течение 12 месяцев, либо 2) в течение срока до окончания срока действия трудового договора, в зависимости от того, какой из этих сроков меньше. При расторжении договора по какому-либо основанию (в соответствии с разделом VI) или при выходе в отставку заработная плата не выплачивается. При расторжении договора в связи с результатами деятельности (в соответствии с разделом VI) заработная плата выплачивается в |



**Запрещение конкуренции:**

течение трех месяцев. [Обсудить увольнение по «Достаточному основанию».]

Исполнительный менеджер заключает с Компанией соглашение о запрещении конкуренции на срок: 1) либо до истечения срока договора, либо 2) двух лет с момента его расторжения, в зависимости от того, какой из этих сроков больше.

## Приложение В. Письмо о намерениях, подписываемое с продавцом

Инвестор  
1515 Big Hitter Lane  
Cash Flow, Wisconsin  
КОНФИДЕНЦИАЛЬНО

Techway

Улица

Город, штат, почтовый индекс

Генеральному директору Techway Parent\*

Улица

Город, штат, почтовый индекс

Уважаемые дамы и господа!

В настоящем письме-соглашении (в дальнейшем «Письмо») изложены общие условия, на основе которых Инвестор (в дальнейшем «Покупатель») готов приобрести у компании Techway Parent Co. (в дальнейшем «Продавец») все выпущенные и обращающиеся акции компании Techway, а также любых дочерних компаний, контрольный пакет акций которых принадлежит Techway (в совокупности — «Компания») («Транзакция»).

1. **Форма Транзакции.** В соответствии с условиями настоящего Письма Покупатель приобретает 100% акций Компании по покупной цене (указанной в пункте 2). В результате Компания становится дочерней фирмой Покупателя, получающего ее в полную собственность. Для целей настоящего Письма понятие «акции» включает в себя все обыкновенные, привилегированные (если таковые имеются) акции, а также любые другие ценные бумаги Компании (как условные, так и прочие), которые могут быть конвертированы в обыкновенные или привилегированные акции. Покупатель приложит все возможные усилия к тому, чтобы структура Транзакции была максимально выгодной с точки зрения налогообложения, и ни Продавец, ни Покупатель не понесли ущерба, связанного с выплатой налогов или другими экономическими факторами.

2. **Покупная цена.** Покупная цена (далее «Покупная цена») складывается из суммы следующих величин:

- 1) 95 млн. долл. наличными;
- 2) 5 млн. долл. в форме простых векселей (далее «Векселя»), исполнение обязательств по которым зависит от результатов деятельности Ком-

---

\* Имеется в виду материнская компания (parent) фирмы Techway. — Прим. пер.

пании. Подробная информация по Векселям представлена в разделе 3 настоящего Письма;

- 3) обыкновенные акции Покупателя в размере 9,2% от стоимости обыкновенных акций, выпущенных и находящихся в обращении в настоящий момент (после вступления в силу неисполненных опционов на акции Покупателя).

Покупатель совместно с Продавцом осуществит действия, необходимые для того, чтобы как минимум 3% Покупной цены было предоставлено ведущим сотрудникам Компании, определяемым Продавцом. (Предполагается, что Продавец получит всю сумму в размере 95 млн. долл., что получателями по Векселям будут ведущие сотрудники Компании и что все обыкновенные акции будут разделены в такой же пропорции 80/20% между Продавцом и ведущими сотрудниками Компании.)

3. **Векселя.** Векселя обладают следующими характеристиками.

**А. Приоритетность.** Векселя имеют:

- более высокий приоритет при ликвидации Компании только в пределах сумм, которые Покупатель должен материнской компании Techway Parent Co. (далее «Материнская компания») (за исключением задолженности, описанной в Разделе 3, ниже);
- более низкий приоритет по отношению к задолженности по приобретению Компании, которая может возникнуть в связи с Транзакцией, предусмотренной настоящим Письмом.

**В. Исполнение обязательств по Векселям.** Векселя подлежат погашению тремя равными выплатами: через 12, 24 и 36 месяцев после завершения Транзакции, предусмотренной настоящим Письмом, при этом, однако, никакие суммы не подлежат оплате по тем Векселям, держатель которых на установленную дату оплаты не является сотрудником Компании или одного из ее филиалов.

**4. Источники денежных средств и их использование.** Краткое описание источников денежных средств и их использования приведено ниже.

| <i>Использование<br/>денежных средств (млн.)</i> |                              | <i>Источники<br/>денежных средств (млн.)</i> |               |
|--|------------------------------|--|---------------|
| Покупная цена                                    | «Старший» долг перед банками | 50 000                                       |               |
| Денежные средства                                | 95 000                       | Акции роста                                  | 3000          |
| Векселя  | 5000                         | Наличные акции                               | 50 000        |
| Расходы по Транзакции                            | 3000                         |  |               |
|  | <hr/> 103 000                |  | <hr/> 103 000 |

### **5. Обзор процедуры «дью дилидженс», проводимой Покупателем.**

а) Процедура «дью дилидженс», проводимая Покупателем («Обзор процедуры «дью дилидженс», проводимой Покупателем»), включает в себя общий анализ состояния бизнеса и прогноз перспектив развития Компании, в том числе анализ финансовых отчетов Компании за прошлые периоды, ее продукции, конкурентного положения, стабильности ее основателей, выручки и денежных потоков, обычное подробное исследование юридических, административных, налоговых, бухгалтерских и инвестиционных показателей. В рамках «Обзора процедуры «дью дилидженс», проводимой Покупателем» будут оценены перспективы развития Компании, проанализированы процедуры прямого сбыта и рекламы, рассмотрена способность Компании к секьюритизации своей продукции, а также проведен анализ кредитных досье и процедур андеррайтинга. Наряду с подготовкой «Обзора процедуры «дью дилидженс», проводимой Покупателем», стороны, предоставляющие финансирование, а также их агенты и представители могут параллельно провести свои процедуры «дью дилидженс» в отношении деятельности Компании. Подготовка «Обзора процедуры «дью дилидженс», проводимой Покупателем» начинается в день, с которого Покупателю, его представителям и агентам (доверенным лицам), а также представителям финансирующих организаций будет предоставлен доступ к бухгалтерским книгам, отчетам, лентам биржевого телетайпа, оборудованию, зданиям и сооружениям, ведущим специалистам, высшему менеджменту, директорам, независимым бухгалтерам, а также юрисконсульту, в соответствии с Разделом 9, ниже. Продавец соглашается, что такой доступ будет предоставлен Покупателю, его представителям и агентам, а также представителям финансирующих организаций немедленно после подписания настоящего Письма. Покупатель проведет процедуру «дью дилидженс» Компании в течение 30 дней после этого.

б) Процедура «дью дилидженс», проводимая Продавцом («Обзор процедуры «дью дилидженс», проводимой Продавцом»), состоит в общем анализе состояния бизнеса и прогнозов развития компании-Покупателя, включая анализ финансовых отчетов Покупателя за прошлые периоды, его продукции и конкурентного положения. «Обзор процедуры «дью дилидженс», проводимой Продавцом» начинается в день, с которого Продавцу, его агентам (доверенным лицам) и представителям будет обеспечен доступ к ведущим специалистам, высшему менеджменту, директорам, независимым бухгалтерам, а также юрисконсульту. Покупатель соглашается, что такой доступ будет предоставлен Продавцу, его агентам и представителям немед-

ленно после подписания настоящего Письма. Продавец завершит процедуру «дью дилидженс» либо: 1) на дату завершения «Обзора процедуры «дью дилидженс», проводимой Продавцом», либо 2) по истечении 30 дней с момента обеспечения доступа, в зависимости от того, какое из событий наступит раньше.

**6. Окончательное Соглашение о покупке.** Покупатель подготовит и представит Продавцу окончательное Соглашение о покупке («Соглашение о покупке») в течение 10 дней после завершения процедуры «дью дилидженс», проводимой Покупателем. Соглашение о покупке включает в себя условия, обычные для сделок такого типа (в том числе стандартные заявления, гарантии, обязательства и гарантии возмещения вреда), или те, что сочтены целесообразными по результатам процедуры «дью дилидженс». Заявления в отношении Компании по большинству пунктов сохраняют силу в течение трех лет, а срок действия других положений, включая — без ограничений — положения, относящиеся к окружающей среде, налогообложению, закону о пенсионном обеспечении работников, а также праву собственности, устанавливается на более длительные периоды (а для некоторых срок не определяется).

**7. Условия завершения Транзакции.** Обязательство Покупателя завершить Транзакцию, предусмотренную настоящим Письмом, среди прочего, зависит от выполнения следующих условий.

- i. Завершение «Обзора процедуры «дью дилидженс», проводимой Покупателем» и удовлетворенность Покупателя, на его усмотрение, этими результатами.
- ii. Обсуждение условий и исполнение Соглашения о покупке, а также других документов, необходимых для проведения Транзакции, на взаимно удовлетворяющих стороны условиях.
- iii. Получение финансирования от третьих сторон на условиях, удовлетворяющих Покупателя.
- iv. Обсуждение условий и заключение трудовых договоров с генеральным директором и другими отдельными руководящими сотрудниками Компании, установленными Покупателем в ходе проведения процедуры «дью дилидженс», при этом такие договоры должны включать в себя положения о запрещении конкуренции /о конфиденциальности. Проекты пяти трудовых договоров с руководителями высшего звена представлены в приложении.
- v. Отсутствие существенных неблагоприятных изменений в финансовом положении, результатах хозяйственной деятельности, состоянии бизнеса, активах, имуществе или перспективах развития Компании начиная с 30 июня 2000 г.

- vi. Соответствие Транзакции, предусмотренной настоящим документом, всем применимым для этих целей законам и нормам регулирования, включая: а) получение всех необходимых согласований и разрешений государственных органов и третьих лиц (в том числе разрешений всех соответствующих органов государственного лицензирования), а также представление всех необходимых документов регулирующим органам (в том числе для подтверждения соответствия акту Харта–Скотта–Родино), и б) истечение всех периодов ожидания, в течение которых могут быть представлены возражения в отношении проведения Транзакции, предусмотренной настоящим документом.
- vii. Исполнение Продавцом своих обязательств по настоящему Письму. Обязательство Продавца завершить Транзакцию, предусмотренную настоящим Письмом, среди прочего, зависит от выполнения следующих условий.
  - i. Завершение и разумная удовлетворенность Продавца результатами процедуры «дью дилидженс», проводимой Продавцом (при этом Продавец может расторгнуть соглашение по данному Письму на основании данного пункта, только если в результате процедуры «дью дилидженс», проводимой Продавцом, были раскрыты факты, которые на разумных основаниях заставляют Продавца считать, что у Покупателя не будет достаточных финансовых средств, чтобы произвести расчеты по Векселям).
  - ii. Обсуждение условий и исполнение Соглашения о покупке, а также других документов, необходимых для проведения Транзакции, на взаимно удовлетворяющих стороны условиях.
  - iii. Соответствие Транзакции, предусмотренной настоящим документом, всем применимым для этих целей законам и нормам регулирования, включая: а) получение всех необходимых согласований и разрешений государственных органов и третьих лиц (в том числе разрешений всех соответствующих органов государственного лицензирования), а также представление всех необходимых документов регулирующим органам (в том числе для подтверждения соответствия акту Харта–Скотта–Родино); и б) истечение всех периодов ожидания, в течение которых могут быть представлены возражения в отношении проведения Транзакции, предусмотренной настоящим документом.
  - iv. Исполнение Покупателем своих обязательств по настоящему Письму.

Как видим, это обширный раздел, определяющий множество вопросов. Перечислите все важные условия, которые должны быть выполнены

до того, как вы будете готовы заключить сделку. Приведите конкретные формулировки. Если деятельность компании сконцентрирована на одном крупном клиенте и вам необходимо встретиться с ним лично, чтобы убедиться, что вас все устраивает, включите эту встречу и свою удовлетворенность ее результатами в качестве условия заключения сделки. Подтверждение соответствия антимонопольному акту Харта–Скотта–Родио дает Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC), а его получение стоит 40 тыс. долл. Ваш юрист поможет вам подготовить необходимые для этого документы.

**8. Календарный график.** Покупатель, Продавец и Компания соглашаются приложить разумные усилия к тому, чтобы придерживаться приведенного ниже календарного графика мероприятий, направленных на завершение сделки (при условии принятия условий настоящего Письма к 5 сентября 2000 г.):

- |                     |   |
|---------------------|---|
| 15 сентября 2000 г. | Получение подтверждения соответствия акту Харта–Скотта–Родио, при необходимости.        |
| 6 октября 2000 г.   | Завершение «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Покупателем».                  |
| 16 октября 2000 г.  | Представление Покупателем первого варианта Соглашения о покупке Продавцу.               |
| 29 октября 2000 г.  | Оформление Договора о продаже и заключение сделки в реальные сроки, вскоре после этого. |

**9. Сотрудничество.** Если Продавец принял и подтвердил условия, приведенные в настоящем Письме, то он предоставит Покупателю, его представителям и агентам, а также представителям финансирующих организаций (включая адвокатов, бухгалтеров, а также агентов и представителей любых финансирующих организаций) доступ к бухгалтерским книгам, отчетам, лентам биржевого телетайпа, оборудованию, зданиям и сооружениям, ведущим специалистам, высшему менеджменту, директорам, независимым бухгалтерам, а также юрисконсульту, с целью подготовки «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Покупателем».

#### **10. Исключительные права.**

**А. Прекращение деятельности другого приобретателя.** Компания и Продавец соглашаются, что с даты принятия ими и подтверждения условий настоящего Письма до завершения предусмотренной в нем Транзакции или до расторжения содержащегося в нем соглашения до истечения срока его действия ни сама Компания, ни кто-либо из ее зарегистрированных или подлинных владельцев именных акций, высших менеджеров, директоров, филиалов, доверенных лиц или представителей прямо или косвенно не будет:

- i. представлять, ходатайствовать, инициировать, поощрять или обсуждать с третьими лицами какие-либо предложения от любого лица, связанные с: а) реорганизацией, роспуском или изменением структуры капитала Компании, б) слиянием или консолидацией при участии Компании, в) продажей акций Компании, г) продажей любых активов Компании, выходящей за рамки обычной хозяйственной деятельности или в связи с продажей «целой ссуды» или секьюритизацией, если это предварительно не согласовано с Покупателем, либо д) подобными операциями или объединением предприятий с участием Компании или ее бизнеса либо активов, включая — без ограничений — любую задолженность или финансирование собственного капитала как таковых, или
- ii. предоставлять любую информацию, связанную с вышеуказанными операциями, помогать, участвовать или иным образом содействовать осуществлению попыток любого лица осуществить таковые.

**Б. Уведомление.** Компания и Продавец прекратят любые переговоры, относящиеся к вышесказанному, с любыми третьими сторонами, а также дадут соответствующие указания высшему менеджменту, директорам, филиалам, агентам и представителям Компании и уведомят Покупателя о факте получения любых предложений.

**В. Заявления и гарантия возмещения вреда.** Принятие и подтверждение Компанией и Продавцом условий настоящего Письма также представляет собой заявление о том и гарантию того, что ни Компания, ни Продавец, а также никто из ее зарегистрированных либо подлинных владельцев именных акций, высшего менеджмента, директоров, филиалов, доверенных лиц или представителей не вступал ни в какие соглашения с исполнением в будущем, не брал на себя никаких обязательств в отношении вышеуказанных операций. Компания и Продавец настоящим соглашаются возместить вред и освободить от ответственности Покупателя, а также каждого из его директоров, высшего менеджмента, инвесторов, сотрудников и доверенных лиц (каждый из которых — «лицо, имеющее право на возмещение вреда») в отношении любых убытков, исков, ущерба, обязательств (или судебных разбирательств, начатых в отношении их или угрожающих им), а также затрат, понесенных в связи с этим, или любым иным образом относящихся к нарушению вышеизложенного заявления и гарантии. Обязательства Компании и Продавца по



данному пункту сохраняют свою силу после расторжения соглашения, содержащегося в данном Письме, и действуют независимо от заключения окончательного соглашения.

**11. Ведение бизнеса.** После принятия условий настоящего Письма и либо до завершения предусмотренной в нем Транзакции, либо до расторжения содержащегося в нем соглашения, в зависимости от того, какое из событий наступит раньше, Компания соглашается поддерживать свой бизнес, в основном, в неизменном виде, и вести его в соответствии с обычной практикой, применявшейся в прошлом. Без ограничения всеобщей применимости вышесказанного Компания без предварительного письменного согласия Покупателя не может: а) производить какие-либо существенные капиталовложения, б) выплачивать какие-либо дивиденды или производить распределения любого рода, в) заключать какие-либо существенные договоры, брать на себя обязательства или вступать в соглашения (за исключением необходимых для обычного ведения бизнеса), г) вносить изменения в какие-либо программы компенсации сотрудникам или выплачивать какие-либо премии, д) вносить изменения в какие-либо процедуры андеррайтинга либо е) выпускать совершенно новую продукцию.

**12. Управление.** Предполагается, что Компания станет автономной дочерней компанией холдинга, создаваемого нашим юрисконсультom с целью осуществления настоящего приобретения. Генеральный директор (имя) продолжает исполнять обязанности Президента и генерального директора в течение трех лет, в соответствии с Трудовым договором, проект которого прилагается к данному Письму.

**13. Выплата комиссионных и возмещение затрат.** Если Транзакция не заключена в связи с нарушением Продавцом или Компанией каких-либо обязательств по настоящему Письму, то Продавец и Компания настоящим соглашаются, что Продавец и Компания солидарно возместят Покупателю и его филиалам понесенные им прямые издержки и затраты, включая комиссионные за юридические и прочие профессиональные услуги, и другие связанные с ними затраты, понесенные в связи с подготовкой «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Покупателем», подготовкой, анализом, ведением переговоров, оформлением и представлением настоящего Письма, окончательных договоров и других документов, относящихся к Транзакции, а также к ее финансированию. Если Транзакция заключена, то Продавец и Покупатель каждый несет свои затраты самостоятельно (а Продавец несет затраты Компании). Ни одна из сторон настоящей Транзакции не несет никаких обязательств перед брокерами, связанными с данной Транзакцией, или перед теми, обязательства перед которыми несет любая другая сторона настоящего Письма. Никто из сотрудников Компании в

результате данной Транзакции не получает никаких выплат, бонусов или прочих чрезвычайных компенсаций.

**14. Прекращение действия.** Срок действия предложения Покупателя по настоящему Письму истекает в 12.00 дня, по времени штата Висконсин, 5 сентября 2000 г. («Дата истечения срока действия»), если Продавец и Компания не выразят согласия с условиями данного Письма, подписав и вернув Покупателю прилагаемую копию настоящего Письма, а Покупатель не получит данную подписанную копию до указанного времени. Покупатель может прекратить действие настоящего Письма в любое время, если: а) после завершения «Обзора процедуры “дью дилидженс”, проводимой Покупателем» Покупателю либо его представителям станет известна любая информация, которая, по добросовестному предположению Покупателя, может в значительной мере неблагоприятно повлиять на Транзакцию или на финансовое состояние, результаты бизнеса, имущество, собственность или перспективы развития Компании, либо б) Покупатель добросовестно предполагает, что одно или несколько условий заключения сделки, указанных в настоящем документе, не выполнены. Продавец может прекратить действие настоящего Письма в любое время, по истечении 60 дней с даты его составления, в том случае, если Соглашение о покупке не заключено, или раньше. Несмотря на все вышесказанное, а) действие настоящего Письма не прекращается, если заключение сделки задерживается исключительно в связи с задержкой в получении согласований регулирующих органов, б) действие раздела «Выплата комиссионных и возмещение затрат» не прекращается, даже если настоящее Письмо утратило силу, и в) обязательства по подпункту «В» раздела «Исключительные права» настоящего Письма не прекращают своего действия, даже если данное Письмо утрачивает силу.

**15. Обязательная сила.** В соответствии с указанными здесь условиями, обязательства каждой из сторон по настоящему Письму имеют обязательную силу с момента его составления; при этом, однако, стороны признают, что обсуждены не все условия, которые будут включены в Соглашение о покупке и связанные с ним документы, и соглашаются добросовестно обсудить их, чтобы доработать указанные соглашения, в которые эти условия будут включены.

**16. Объявления.** Все пресс-релизы и прочие объявления, связанные с Транзакцией, подлежат предварительному согласованию с Покупателем, Компанией и Продавцом.

**17. Применимое право.** Транзакция регулируется по законодательству штата Делавэр (все законодательство, исключая коллизионное право).

В подтверждение нашего взаимного понимания и согласия с положениями настоящего Письма, пожалуйста, подпишите данное Письмо и поставьте дату не позднее Даты истечения срока действия (указанной в Разделе «Прекращение действия», выше) в специально отведенных для этого местах ниже и верните подписанную копию нижеподписавшимся. Подписывая данное Письмо, вы подтверждаете свои полномочия на заключение данной Транзакции, а также то, что вы являетесь единственным акционером Компании (то есть других акционеров, чье одобрение может потребоваться для заключения данной Транзакции, нет).

ПОКУПАТЕЛЬ \_\_\_\_\_

Инвестор и Менеджеры

ПРИНЯТО И СОГЛАСОВАНО

\_\_\_\_\_ СЕНТЯБРЯ 20\_\_\_\_ г.

\_\_\_\_\_  
Генеральный директор Продавца

*(или лицо, уполномоченное на подписание от имени корпорации)*

## **Приложение С.**

### **Письмо об обязательствах банка**

Дата: \_\_\_\_\_

Инвестор

Адрес

Город, улица, почтовый индекс

Уважаемый Инвестор!

Банковская группа имеет честь известить Вас о своей готовности предоставить возобновляемый кредит сроком на пять (5) лет, общая максимальная сумма основного долга по которому составляет 50 000 000 долл. (далее «Кредит»), в соответствии с условиями, приведенными в Письме об обязательствах банка и прилагаемом Резюме по Перечню условий (далее «Перечень условий»).

В результате переговоров с вами и на основе общей информации, предоставленной вами, Кредит будет использован частично на финансирование планируемой Рекапитализации (далее «Рекапитализация») компании Techway Инвестором. После завершения Рекапитализации Кредит будет использоваться на: 1) удовлетворение потребностей в капитальных затратах компании Techway, 2) финансирование новых приобретений в будущем, 3) финансирование текущих потребностей Заемщика в оборотном капитале Заемщика.

В соответствии с Перечнем условий, Кредит обеспечивается первоочередным правом кредитора вступить во владение собственностью на все активы Заемщика, включая залог акций Techway и всех прямых и косвенных дочерних предприятий Techway. На основе проведенных нами переговоров мы считаем, что Кредит, условия которого определены в Перечне условий, обеспечит Заемщику гибкость в осуществлении хозяйственной деятельности, достаточные возможности для планируемого роста и является привлекательным с точки зрения расценок.

Как более подробно указано в прилагаемом Перечне условий, заключение договора о предоставлении Кредита зависит от выполнения предварительных условий, включая, без ограничений, получение удовлетворительных для Банковской группы результатов юридической проверки Заемщика, Techway, а также структуры и условий предлагаемой Рекапитализации компании Techway.

Обязательства Банковской группы (далее «Кредитор») по настоящему Письму основаны на финансовой и прочей информации о Techway, а также о ее дочерних предприятиях и филиалах (если таковые имеются), ранее предоставленной Кредитору. Соответственно, исполнение обязательств по

настоящему Письму зависит от условий, к которым, в том числе, относится следующее: 1) после даты, указанной в финансовой и прочей информации, не произошло никаких существенных изменений в оперативной деятельности, активах, обязательствах (фактических или зависящих от определенных условий), оперативном управлении, состоянии (финансовом или ином) или перспективах развития Techway, а также ее дочерних предприятий и филиалов (если таковые имеются); 2) Кредитор удовлетворен состоянием предприятия, активами, собственностью, оперативной деятельностью, оперативным управлением и перспективами развития Techway, а также ее дочерних предприятий и филиалов (если таковые имеются), при этом указанные показатели существенным образом не отличаются от информации, ранее предоставленной вами Кредитору, которые могли бы оказать существенное неблагоприятное воздействие на Techway, а также на ее дочерние предприятия и филиалы (если таковые имеются); а также 3) без предварительного письменного согласия Кредитора Techway и/или ее дочерние предприятия и филиалы (если таковые имеются) не предлагают, не размещают и не организуют конкурирующий выпуск долговых обязательств, ценных бумаг или кредит коммерческих банков. Обязательство Кредитора по настоящему Письму зависит от исполнения договоренностей, достигнутых в данном пункте (а также других условий настоящего Письма, включая Перечень условий).

Вы согласны, что время от времени в течение срока действия Кредита от Заемщика может потребоваться заключить соглашения о защите процентных ставок, принять участие в валютных свопах, а также других сделках, связанных с хеджированием, которого может потребовать Агент и/или Кредитор. Настоящим вы заявляете и берете на себя обязательства, что, насколько вам известно, 1) вся информация, кроме Прогнозов (определяемых ниже), которая предоставлена в прошлом или будет предоставлена после составления настоящего Письма Кредитору вами или вашими представителями в связи с операциями, предусмотренными настоящим Письмом (далее «Информация»), является полной и точной во всех существенных отношениях и не содержит никаких ложных заявлений о значимых фактах, а также включает в себя все существенные факты, гарантирующие, что содержащиеся в ней заявления не вводят в заблуждение; и 2) все финансовые прогнозы в отношении Techway, ее дочерних предприятий и филиалов (если таковые имеются), которые предоставлены в прошлом или будут предоставлены после составления настоящего письма Кредитору вами (далее «Прогнозы»), подготовлены добросовестно на основе разумных предположений. Вы согласны время от времени до наступления Заключительной даты дополнять Информацию и Прогнозы таким образом, чтобы заявление и гарантия, приведенные в предыдущем предложении, соответствовали действительности на Заключительную дату. При составлении Письма об обязательствах и

заключении Кредитного договора Кредитор использует Информацию и Прогнозы как достоверные.

Подписывая данное Письмо об обязательствах, вы соглашаетесь время от времени по требованию компенсировать Кредитору все разумные прямые затраты, в том числе, на выплату комиссионных (включая, без ограничений, разумные комиссионные, выплаты и прочие расходы и гонорары за профессиональные услуги), понесенные в связи с Кредитом, включая подготовку окончательных документов по Кредиту, а также другие операции, предусмотренные настоящим Письмом.

Подписывая данное Письмо об обязательствах, вы также соглашаетесь гарантировать возмещение вреда Банковской группе, каждому иному Кредитору и каждому директору, руководящему работнику, акционеру, сотруднику, представителю, доверенному лицу, адвокату и филиалу Банковской группы и любого другого Кредитора и каждого из их директоров, руководящих работников, акционеров, партнеров, сотрудников, представителей, доверенных лиц, адвокатов и правопреемников (каждое такое физическое или юридическое лицо в настоящем пункте упоминается как «Лицо, имеющее право на возмещение вреда») от любых убытков, исков, затрат, ущерба, требований, обязательств, ответственности или расходов, включая, без ограничений, разумные гонорары адвокатам, а также от судебных процессов (включая, без ограничений, любые расследования или дознания, связанные с ними), которые Лицо, имеющее право на возмещение вреда, может понести или которым может подвергнуться, в такой степени, в которой данные убытки, иски, затраты, ущерб, требования, обязательства, ответственность или расходы, а также судебные процессы каким-либо образом связаны или возникают в результате данного Письма, Кредита или любых других операций, предусмотренных настоящим документом, а также компенсировать по требованию каждому Лицу, имеющему право на возмещение вреда, все судебные и прочие издержки, понесенные в результате расследования, подготовки к защите или защиты в связи с любым таким убытком, иском, затратами, ущербом, требованием, обязательством, ответственностью или расходами, а также судебным процессом (включая любые расследования или дознания, связанные с ними); *при этом*, однако, вы не несете обязательств по данному положению о возмещении вреда в отношении ответственности, возникающей в результате грубой халатности или намеренного неправомерного действия любого Лица, имеющего право на возмещение вреда. Положения данного пункта дополняют любые права, которые Лицо, имеющее право на возмещение вреда, может иметь по общему праву или иным образом. Лицо, имеющее право на возмещение вреда, не несет ответственности за косвенный ущерб, о котором может быть заявлено на основании данного Письма.

Положения двух предыдущих пунктов остаются в силе независимо от того, составлены и представлены ли окончательные документы о финансировании, а также независимо от прекращения действия настоящего Письма об обязательствах Кредитора.

Вы признаете и соглашаетесь, что Банковская группа, как Организатор кредита, имеет исключительные права на предоставление соответствующих услуг в течение срока действия настоящего Письма и что в течение указанного срока вы не будете привлекать, использовать в качестве консультанта или обращаться в какой-либо другой банк или финансовую организацию в связи с предложением вам других кредитов с более высокой приоритетностью для Techway, ее дочерних предприятий и филиалов (если таковые имеются).

Кроме случаев, когда этого требует применимое право, настоящее Письмо об обязательствах, включая Перечень условий, а также содержание обоих документов не может быть раскрыто вами третьему лицу без предварительного письменного согласия Банковской группы, за исключением Совета директоров, адвокатов, финансовых консультантов, андеррайтеров при размещении акций, аудиторов и других профессиональных консультантов, представляющих Заемщика или Techway, в каждом случае в пределах, которые, по вашему разумному суждению, являются необходимыми. Вы признаете и соглашаетесь, что Банковская группа может предоставлять любому из своих соответствующих филиалов любую информацию, относящуюся к Кредиту, Заемщику, а также его дочерним предприятиям и филиалам. Кроме того, вы признаете и соглашаетесь с тем, что Банковская группа может раскрывать информацию, относящуюся к Кредиту, изданию *Gold Sheets* и другим подобным банковским изданиям, при этом такая информация может содержать условия сделки и прочие данные, которые, в соответствии с принятой практикой, печатаются в подобных изданиях.

Письмо об обязательствах может быть составлено в нескольких экземплярах, которые в совокупности представляют собой оригинал. Настоящее Письмо об обязательствах, а также Перечень условий составляют единое Соглашение и подтверждают договоренность между Банковской группой и вами в отношении конкретных вопросов, указанных в данных документах, и заменяют собой все предшествующие соглашения и договоренности в отношении предмета данных документов. Банковская группа не уполномочивает никакую другую сторону на представление каких бы то ни было устных или письменных заявлений, не соответствующих положениям настоящего Письма.

НАСТОЯЩЕЕ ПИСЬМО РЕГУЛИРУЕТСЯ И ТОЛКУЕТСЯ В СООТВЕТСТВИИ С ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВОМ ШТАТА СЕВЕРНАЯ КАРОЛИНА, НЕ ПРИНИМАЯ ВО ВНИМАНИЕ ПРИНЦИПЫ КОЛЛИЗИОННОГО ПРАВА.

Права и обязанности по настоящему Письму не могут быть переданы вами или любым Заемщиком без предварительного письменного согласия Банковской группы.

Если вы согласны с приведенными выше положениями, пожалуйста, подпишите прилагаемые копии Письма об обязательствах и Перечня условий и верните их не позднее окончания рабочего дня (*дата*). Если до этого времени вы не подтвердите свое согласие с условиями настоящего Письма указанным способом, то Письмо об обязательствах прекращает свое действие. Настоящее Письмо об обязательствах вступает в силу с момента представления вами подписанных копий данного Письма об обязательствах наряду с: а) Перечнем условий и б) оплатой комиссионных за обязательство (определяемых в Перечне условий) на общую сумму 500 000 долл.; при этом, однако, в случае, если вы раскроете факт существования данного Письма об обязательствах любому третьему лицу, с согласия Банковской группы или без такового, способом, отличным от прямо разрешенного настоящим документом или требуемым применимым правом, считается, что вы приняли условия настоящего Письма об обязательствах. После того, как вы приняли условия настоящего Письма, Письмо об обязательствах прекращает свое действие \_\_\_\_\_, если только к тому моменту не будет заключен Кредитный договор.

Мы крайне заинтересованы в перспективах развития предприятия Заемщика и с нетерпением ждем возможности удовлетворить его финансовые потребности по мере роста и развития. Если у вас есть какие-либо вопросы в связи с предложением или результатами переговоров, пожалуйста, обращайтесь по телефону \_\_\_\_\_.

С глубоким уважением,  
Банковская группа

---

Принято \_\_\_\_\_  
дата

Инвестор

Подпись: \_\_\_\_\_

Имя: \_\_\_\_\_

Должность: \_\_\_\_\_



**Techway, Inc.****Резюме Перечня условий**

Условия настоящего Перечня условий не имеют целью охватить абсолютно все вопросы, а скорее направлены на формирование общей схемы, на основании которой может быть построена взаимовыгодная сделка.

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| <b>Заемщик:</b>             | Techway, Inc. (далее «Techway») и все дочерние предприятия совместно и по отдельности (вместе упоминаемые как «Заемщик» или «Заемщики»). Альтернативно Заемщиком может быть вновь созданное предприятие (и его дочерние предприятия, если таковые имеются), структура собственности и капитала которого являются во всех отношениях приемлемыми для Кредиторов.   |
| <b>Организатор кредита,</b> |   |
| <b>Кредитор:</b>            | Банковская группа   |
| <b>Административный</b>     |   |
| <b>Агент:</b>               | «Управлять» кредитом поручается банку, наименование которого определяется.  |
| <b>Кредиторы:</b>           | Банковская группа (далее «Кредитор»).   |
| <b>Кредит:</b>              | Возобновляемый кредит на сумму 5 000 000 долл. (далее «Кредит»).  |
| <b>Кредит «свинг»:</b>      | Часть Кредита, не более 5 000 000 долл., может быть представлена Заемщику Банковской группой в качестве кредита «свинг» (далее «Кредит «свинг»») в день получения соответствующего уведомления. Любые подобные Кредиты «свинг» снижают имеющиеся обязательства по Кредиту. Участие каждого из Кредиторов в любом таком Кредите «свинг» определяется пропорционально их участию в Кредите, при этом данное условие является безоговорочным и не подлежит отмене. |
| <b>Погашение долга:</b>     | Суммы, время от времени подлежащие погашению по Кредиту, выплачиваются регулярными очередными взносами по графику (либо в срок погашения LIBOR, либо в другие дни) только до Даты погашения кредита (определяемой далее), на которую наступает срок полного погашения всех сумм основного долга, процентов, а также всех иных сумм, подлежащих оплате по Кредиту.   |

|                                |  |
|--------------------------------|--|
| <b>Аккредитивы:</b>            | В рамках Кредита предоставляется сублимит для открытия Аккредитивов в размере 5 000 000 долл., при этом выплачиваются Комиссионные за обслуживание аккредитива (в соответствии с Коэффициентом финансовой зависимости, определяемым далее, и по цене, указанной в <b>Приложении А</b> [Таблица расценок] к настоящему документу) и Вознаграждение за управление Кредитом.  |
| <b>Заключительная дата:</b>    | Дата первоначального предоставления ссуды по Кредиту (далее «Заключительная дата»).  |
| <b>Срок погашения Кредита:</b> | Срок погашения Кредита (далее «Дата погашения Кредита»), то есть полного расчета по всем причитающимся по Кредиту суммам, наступает по истечении пяти (5) лет с Заключительной даты.   |
| <b>Цель:</b>                   | Частичное финансирование: 1) рекапитализации (далее «Рекапитализация») Techway, 2) общих потребностей Заемщика в оборотном капитале, 3) капитальных затрат и 4) разрешенных приобретений; стороны понимают и соглашаются, что совокупная непогашенная сумма Кредита, используемая для финансирования общих потребностей в оборотном капитале, ни в какой момент в совокупности не превысит 10 000 000 долл. Окончательные условия разрешенных приобретений устанавливаются в документах, связанных с Кредитом. |
| <b>Обеспечение:</b>            | Кредит обеспечивается предоставлением первоочередного права удержания Агентом в свою пользу и соразмерно в пользу Кредиторов всего материального и нематериального имущества Заемщика, включая, в том числе, все оборудование, все товарно-материальные запасы, все нематериальные активы, а также все права по контрактам, все акции или другие доли собственности, которыми владеет или имеет в собственности Заемщик, а также все недвижимое имущество.   |
| <b>Ставка процента:</b>        | Ставка процента определяется по выбору Заемщика одного из следующих вариантов: Базисная ставка или Ставка LIBOR.   |

**Базисная ставка:**

Проценты начисляются по Базисной ставке Агента плюс соответствующая Маржа сверх базисной ставки и рассчитываются на основе фактического числа дней, прошедших за год, равный 365 дням.

Базисная ставка представляет собой наибольшее из значений: 1) процентной ставки по федеральным фондам, публикуемой Федеральным резервным банком, или 2) Прайм-рейта по коммерческим кредитам Агента, объявляемого время от времени Агентом в своей головной конторе (далее «Прайм-рейт»). Прайм-рейт представляет собой индексную или базисную ставку и не обязательно является наименьшей или наилучшей ставкой, по которой Агент предоставляет кредиты своим клиентам или другим банкам. Авансовые платежи и платежи в счет частичного погашения долга осуществляются по принципу «в тот же день», в случае необходимости до 12.00 дня по нью-йоркскому времени, и выплачиваются приростными суммами в минимальном размере 100 000 долл.

Кредиты «свинг» предоставляются исключительно по Базисной ставке, без прибавления Маржи сверх базисной ставки или Маржи сверх ставки LIBOR.

**Ставка LIBOR:**

Проценты определяются на периоды (далее «Периоды начисления процентов») 30, 60, 90 или 180 дней (по выбору Заемщика) и начисляются по годовой ставке, равной Ставке предложения на лондонском межбанковском рынке («LIBOR») по соответствующим депозитам в долларах США (скорректированной с учетом резервных требований, если таковые имеются), плюс соответствующая Маржа сверх ставки LIBOR. Ставка LIBOR означает ставку LIBOR, скорректированную с учетом резервных требований, указанную на странице 3750 Telerate или устанавливаемую Агентом, если такой информации не имеется. Проценты выплачиваются по окончании каждого Периода начисления процентов или ежеквартально, в зависимости от того, какая из соответствующих

дат наступает раньше, и рассчитываются на основе фактического числа дней, прошедших за год, равный 360 дням. Получение кредита по ставке LIBOR не допускается, если имеется невыполнение обязательств по Кредиту, о чем должно быть получено уведомление за три (3) рабочих дня, а соответствующие выплаты производятся суммами, минимальное и приростное значение которых составляет соответственно пятьсот тысяч долл. (\$500 000) и сто тысяч долл. (\$100 000).

#### **Процентная Маржа:**

Применимая Маржа сверх базисной ставки и применимая Маржа сверх ставки LIBOR по Кредиту соответствуют ставкам, указанным в Таблице расценок, приведенной в **Приложении А** к настоящему Перечню условий (далее «Таблица расценок»), и определяются на основе отношения Общей суммы долга к четырем (4) квартальным показателям прибыли до уплаты процентов, налогов, начислений на износ и амортизации («EBITDA») Заемщика (далее «Коэффициент финансовой зависимости»). Коэффициент финансовой зависимости рассчитывается на основе реальных показателей за четыре (4) квартала, а корректировка ставки процента по Кредиту осуществляется на основе прогнозных значений.

#### **Ставка процента за неисполнение обязательств:**

При неисполнении обязательств, которое имеет место без исправлений свыше любого применимого периода уведомления, или грационного периода: 1) Заемщик более не имеет права требовать предоставления Кредитов по ставке LIBOR или Кредитов «свинг», 2) на все причитающиеся суммы, подлежащие оплате в связи с Кредитами по ставке LIBOR и Кредитами «свинг», начисляются проценты по ставке два процента (2%) годовых сверх ставки, применяемой по Кредитам по Базисной ставке, и 3) на все причитающиеся суммы, подлежащие оплате в связи с Кредитами по Базисной ставке, начисляется процент по ставке 2% годовых сверх ставки, применяемой по Кредитам по Базисной ставке.

**Комиссионные  
за неиспользованные  
средства кредита и**

**прочие комиссионные:** *Комиссионные за неиспользованные средства займа:* Комиссионные за неиспользованные средства займа подлежат оплате Заемщиком ежеквартально, в соответствии с Таблицей расценок, и определяются на основе Коэффициента финансовой зависимости, действующего на дату определения указанных комиссионных.

*Комиссионные за организацию кредита:* Комиссионные за организацию Кредита в размере триста тысяч долл. 00 центов (\$300 000,00) подлежат оплате Заемщиком на Заключительную дату. Комиссионные за организацию Кредита распределяются равными частями между Организатором и Соорганизатором.

*Комиссионные за обязательства:* Комиссионные за обязательства в размере четыреста тысяч долл. 00 центов (\$400 000,00) подлежат оплате Заемщиком после принятия Заемщиком обязательств Кредитора. Комиссионные за обязательства делятся между Кредиторами равными частями.

**Добровольное досрочное погашение долга:**

Досрочное погашение долга возможно полностью или частично без начисления премии или штрафа, при этом, однако: 1) досрочное погашение долга должно производиться суммами, минимальное и приростное значение которых устанавливается в размере сто тысяч долл. (\$100 000); 2) при досрочном погашении кредита по ставке LIBOR требуется предварительное уведомление за два (2) рабочих дня; 3) досрочное погашение долга по кредитам по ставке LIBOR возможно только в последний день соответствующего Периода начисления процентов, если только Заемщик не оплачивает никакого возмещения за нарушение обязательств breakage cost (если таковые имеются), определяемого Агентом.

**Обязательное досрочное погашение долга:**

Обязательное досрочное погашение долга может быть потребовано в объеме 100% чистых выплат

по кредиту в связи с наступлением следующих событий: 1) продажа или распоряжение любыми активами каким-либо Заемщиком, если таковые а) не относятся к обычной хозяйственной деятельности или б) запрещены условиями настоящего Соглашения; 2) получение любым Заемщиком лично или от его имени страховых выплат (отличных от возмещения в связи с ущербом, причиненным материальному имуществу, которое используется непосредственно на ремонт или замену поврежденного имущества); 3) обратный переход имущественных прав на любой пенсионный план; 4) выпуск любым Заемщиком ценных бумаг по субординированному долгу или прочих долговых обязательств (кроме связанных с долгом, прямо разрешенным Кредиторами); и/или 5) предоставление каким-либо Заемщиком участия в акционерном капитале такого Заемщика. Любое обязательное досрочное погашение долга также уменьшает сумму Обязательств по Кредиту на сумму, равную данному обязательному досрочному погашению долга.

#### **Предварительные условия:**

Обычные для кредитов такого рода, включая, в том числе, изучение и утверждение Кредиторами всех окончательных документов и соглашений, составленных в связи с Рекапитализацией (далее «Документы по Рекапитализации»); Рекапитализация (или изменение структуры капитала) завершается одновременно с первоначальным финансированием на Заключительную дату и в соответствии с Документами по рекапитализации и Таблицей источников и использования средств, приведенной в *Приложении С* к настоящему документу; структура корпорации и капитала Заемщика до и, на основании ориентировочных данных, после Рекапитализации является удовлетворительной для Агента; все финансовые отчеты (включая, без ограничений, ориентировочные балансы) и прогнозы, запрошенные Агентом, предоставлены и удовлетворяют его по форме и содержанию; проведены исследования в отношении права удержания, а так-

же представлены все заявления и иные документы, необходимые для формализации первоочередного права удержания Агента; представление договоров с собственниками недвижимого имущества и прочих документов, запрошенных Агентом в связи с залогом недвижимого имущества, и в каждом подобном случае форма и содержание таковых удовлетворяют Агента; оплата всех причитающихся комиссионных и затрат, подлежащих оплате на Заключительную дату; документация по кредиту удовлетворяет Агента и Кредиторов; получены все согласования государственных органов, акционеров, корпорации и третьих лиц; отсутствие каких-либо существенных неблагоприятных изменений, включая незаконченные или угрожающие существенные судебные разбирательства, банкротство или иные судебные процедуры; удовлетворительные результаты изучения всей корпоративной документации и подробного исследования юридических вопросов; оплата всех комиссионных и затрат, причитающихся Агенту, Кредитору и консультанту Кредитора; представление заключения консультанта Заемщика, удовлетворяющего Агента по форме и содержанию, удовлетворительное разрешение любых потенциальных проблем, связанных с платежеспособностью и/или участием в погашении долга; иные разумные запросы Агента удовлетворены; а также любые прочие предварительные условия, которые Агент разумно посчитает уместными в связи с предлагаемой сделкой.

**Заявления  
и гарантии:**

Обычные для кредитов такого рода, включая, в том числе, наличие Компании; наличие соответствующих полномочий, предоставленных корпорацией и правительством; обладание исковой силой; финансовая информация; отсутствие существенных неблагоприятных изменений; соответствие законодательству и договорам (включая законодательство по охране окружающей среды); соответствие требованиям Закона о пенсионном обеспечении; отсутствие существенных судебных

разбирательств; оплата налогов; финансовое состояние, а также полное раскрытие информации.

**Активные**

**обязательства:**

Обычные для кредита подобного рода, включая, в том числе, получение финансовой информации; уведомление об участии в судебных процессах, расследованиях и о других неблагоприятных изменениях; оплата и исполнение всех обязательств; ведение хозяйственной деятельности, утверждение о существовании; утверждение об управлении; утверждение об имуществе и страховании (включая покрытие рисков и прерывание хозяйственной деятельности); ведение учета и отчетности; проверка имущества, бухгалтерских книг и отчетности (включая, время от времени, выездные аудиторские проверки); ведение основных счетов в организации Агента или Кредитора; соответствие законодательству (включая законодательство по охране окружающей среды); оплата налогов; решение «проблемы 2000 года» и соответствие требованиям Закона о пенсионном обеспечении.

**Финансовые**

**обязательства:**

В окончательную документацию по кредиту включаются финансовые обязательства, приведенные в *Приложении В* к настоящему документу.

**Негативные**

**обязательства:**

Обычные для кредита подобного рода, включая, в том числе, ограничения по: задолженности; правам удержания; гарантийным обязательствам; изменениям в хозяйственной деятельности; продаже активов; слияниям и приобретениям (т. е. для участия в слиянии и/или приобретении, сумма задолженности по которым превышает 5 000 000 долл., необходимо согласие Банковской группы и Кредитора); займам, платежам и инвестициям; транзакциям с филиалами; операциям по продаже основных фондов и последующей их аренде; возможному досрочному погашению долга и существенным изменениям в задолженности; ограничительным соглашениям; а также смене финансового года или метода бухгалтерского учета.



**Случаи неисполнения  
обязательств  
(дефолта):**

Обычные для кредитов такого рода, включая, в том числе, неоплату любых процентов, основной суммы долга или комиссионных по Кредиту после наступления срока их оплаты; неточные или ложные заявления или гарантии; перекрестное неисполнение обязательств (включая перекрестное неисполнение обязательств по «существенным» контрактам); неплатежеспособность или банкротство; требования Закона о пенсионном обеспечении; судебное решение в пользу истца вследствие неявки ответчика; смену руководства; а также любые другие случаи неисполнения обязательств, которые, по разумному мнению Агента и/или Кредитора, считаются необходимыми применительно к предлагаемой транзакции.

**Участие /  
Переуступка прав:**

Кредитору разрешается продавать участие или переуступать права на Кредит в соответствии с определяемыми критериями.

**Увеличение издержек /  
Изменение  
обстоятельств:**

Положения, типичные для кредитов такого рода, защищающие Кредитора в случае отсутствия финансирования, незаконных действий, требования по достаточности собственного капитала, увеличения издержек, удержания налогов и потери средств.

**Кредиторы, к которым  
предъявляются  
требования:**

На любую установленную дату а) если только два (2) Кредитора являются сторонами кредитного договора, то оба Кредитора; или б) если более двух (2) Кредиторов являются сторонами кредитного договора, те Кредиторы, на которых в совокупности приходится минимум 66–2/3% неуплаченной суммы кредита, или, если таких неуплаченных сумм нет, те Кредиторы, на которых в совокупности приходится минимум 66–2/3% совокупных обязательств Кредиторов.

**Применимое право:** Регулируется по законодательству [соответствующего штата] (без ссылки на выбор положений законодательства).

**Консультант**

**Организатора кредита**

**и Агента:**

**Затраты:**

Заемщик отвечает за все разумные судебные издержки и иные прямые затраты, а также за расходы, понесенные Агентом и Кредитором в связи с проведением процедуры «дью дилидженс» Агентом и/или Кредитором или от их имени в связи с транзакцией, оформлением документации по кредиту, а также будущим управлением окончательной документацией по Кредиту.

**Прочие положения:** Настоящий перечень условий не имеет целью обобщить все условия, защитные положения, заявления, гарантии и иные положения, которые могут содержаться в окончательных документах по Кредиту, предусмотренному настоящим документом.

## Приложение А. Таблица расценок

| <i>Если отношение</i>  | <i>менее</i>   | <i>равно или больше</i>  | <i>равно или больше</i> |
|------------------------|----------------|--------------------------|-------------------------|
| <i>Общей суммы</i>     | <i>1,5–1,0</i> | <i>1,5–1,0,</i>          |                         |
| <i>долга к EBITDA:</i> |                | <i>но меньше 2,0–1,0</i> | <i>2,0–1,0</i>          |
| Тогда Маржа сверх      |                |                          |                         |
| Ставки LIBOR           |                |                          |                         |
| по Кредиту             |                |                          |                         |
| составляет:            | 1,50%          | 2,00%                    | 2,50%                   |
| Тогда Маржа сверх      |                |                          |                         |
| Базисной ставки        |                |                          |                         |
| по Кредиту             |                |                          |                         |
| составляет:            | 0,00%          | 0,00%                    | 0,50%                   |
| Тогда Комиссионные     |                |                          |                         |
| за неиспользованные    |                |                          |                         |
| средства Кредита       |                |                          |                         |
| составляют:            | 0,30%          | 0,375%                   | 0,50%                   |
| Тогда Комиссионные     |                |                          |                         |
| за обслуживание        |                |                          |                         |
| аккредитива            |                |                          |                         |
| составляют:            | 1,50%          | 2,00%                    | 2,50%                   |

## Приложение В. Финансовые условия

1. *Минимальный скорректированный показатель EBITDA.* Заемщик постоянно поддерживает Скорректированный показатель EBITDA, рассчитанный путем построчного суммирования, на уровне не менее: 1) 4 250 000 долл. в течение 1999 финансового года; 2) 5 000 000 долл. в течение 2000 финансового года; 3) 5 250 000 долл. в течение 2001 финансового года; 4) 6 000 000 долл. в течение 2002 финансового года и каждого последующего финансового года. Минимальный скорректированный показатель EBITDA рассчитывается в последний день каждого финансового квартала и в конце каждого финансового года Заемщика в течение срока действия Кредита — на основе отслеживания показателей за четыре (4) квартала.

2. *Коэффициент покрытия фиксированных расходов.* Заемщик постоянно поддерживает Коэффициент покрытия фиксированных расходов, рассчитанный путем построчного суммирования, на уровне не менее 2,00–1,00. Для целей вышесказанного «Коэффициент покрытия фиксированных расходов» означает EBITDA Заемщика минус капитальные затраты, деленные на сумму Затрат на выплату процентов, плюс оплаченные налоги, плюс выплаты основной суммы долга по Кредиту и платежи по текущим обязательствам по капитальной аренде. Коэффициент покрытия фиксированных расходов рассчитывается на последний день каждого финансового квартала и в конце каждого финансового года Заемщика, в течение срока действия Кредита на основе отслеживания показателей за четыре (4) квартала.

3. *Отношение Общей суммы долга к EBITDA.* Заемщик постоянно поддерживает Отношение Общей суммы долга к EBITDA, рассчитанное путем построчного суммирования, на уровне не более 2,75–1,00. Для целей настоящего положения «Отношение Общей суммы долга к EBITDA» означает отношение Общей суммы долга к Скорректированному показателю EBITDA, а) рассчитанное и проверенное на основе: 1) результатов корректировки показателя EBITDA за двенадцать (12) месяцев и 2) Общей суммы долга на дату расчета, и б) рассчитанное на последний день каждого финансового квартала в течение срока действия Кредита.

4. *Отношение Общей суммы долга к сумме Капитализации.* Заемщик постоянно поддерживает Отношение Общей суммы долга к сумме Капитализации, рассчитанное путем построчного суммирования, на уровне не более 0,50–1,00. Для целей настоящего положения «Отношение Общей суммы долга к сумме Капитализации» означает Общую сумму долга, деленную на Общую сумму долга плюс инвестиции в акционерный капитал. Отношение Общей суммы долга к сумме Капитализации рассчитывается на последний день каждого финансового квартала и в конце каждого финансового года Заемщика, в течение срока действия Кредита на основе отслеживания показателей за четыре (4) квартала.

### Приложение С. Таблица источников и использования средств

| <i>Источники средств</i>             |                      | <i>Использование средств</i> |               |
|--------------------------------------|----------------------|------------------------------|---------------|
| Возобновляемый кредит                | \$13 300 000         | Покупная цена за Techway     | \$95 000 000  |
| Инвестор                             | \$46 000 000         | Комиссионные и затраты       | \$3 300 000   |
| Взнос Продавца в акционерный капитал | \$400 000            | Акционерная собственность    | \$5 000 000   |
| Новый старший кредит                 | \$40 000 000         | Прочее                       | 0             |
| Новые обыкновенные акции             | \$3 600 000          |                              | \$103 300 000 |
|                                      | <u>\$103 300 000</u> |                              |               |

## Приложение D.

### Соглашение о конфиденциальности

[Дата]

[Имя/адрес]

Уважаемый \_\_\_\_\_!

В качестве встречного удовлетворения [Название компании] (далее «Компания») для представления нам информации о Компании и ее бизнесе, позволяющей оценить нашу заинтересованность в приобретении акций Компании (далее «Оценка»), и принимая во внимание раскрытие Компанией этой информации нам, мы заключаем настоящее Соглашение о конфиденциальности (далее настоящее «Соглашение») и настоящим договариваемся о следующем:

В данном документе термин «Конфиденциальная информация» означает все данные, отчеты, толкования и протоколы, в той степени, в какой они содержат информацию о Компании, которая не является общедоступной и которую Компания предоставляет нам в ходе наших переговоров с ней. Однако термин «Конфиденциальная информация» не включает в себя информацию, которая 1) является или становится общедоступной иным способом, нежели в результате раскрытия ее нами или нашими представителями, 2) имела у нас до раскрытия ее нам Компанией или ее представителями, 3) получена нами из источника, отличного от Компании или ее представителей, при условии, что нам известно, что такой источник не связан соглашением о конфиденциальности с Компанией или ее представителями, или же его права на передачу нам этой информации не ограничены иным образом в связи с контрактными, юридическими или фидуциарными обязательствами, или 4) разработана нами самостоятельно.

Мы и наши Представители (определяемые ниже) владеют и пользуются всей Конфиденциальной информацией в конфиденциальном порядке и не раскрывают ее, за исключением следующих случаев: 1) в связи с Оценкой, 2) если это требуется по законодательству или признано целесообразным нашими юристами в связи с любыми судебными разбирательствами, в том числе правительственными, или 3) с предварительного согласия Компании. Термин «наши Представители» используется для обозначения любых наших агентов (доверенных лиц), директоров, исполнительных сотрудников, представителей, консультантов (включая, без ограничений, наших адвокатов, аудиторов, банкиров и консультантов), филиалы и сотрудников, которые фактически получают от нас Конфиденциальную информацию в письменной форме.

Обязуемся не использовать предоставленную нам Конфиденциальную информацию ни в каких иных целях, кроме как для Оценки.

За исключением случаев, когда на это имеется письменное согласие другой стороны, или если это требуется по законодательству, ни мы, ни вы, ни наши Представители не раскрывают информацию 1) о проведении или завершении Оценки, 2) о ведении нами переговоров о приобретении акций или активов Компании, или 3) о любых потенциальных условиях такого приобретения. [Для публичной компании добавить: Компания признает и соглашается, что, в соответствии с требованиями законодательства о ценных бумагах, мы можем быть вынуждены раскрыть информацию, указанную в предыдущем предложении, и в таком случае Компания соглашается, что такое раскрытие информации может быть произведено и не является нарушением настоящего Соглашения.]

Настоящее Соглашение регулируется и толкуется в соответствии с законодательством штата \_\_\_\_\_, не принимая во внимание коллизионные нормы. Изменения и дополнения к настоящему Соглашению имеют обязательную силу, только если они составлены в письменной форме и подписаны обеими сторонами. Любое положение настоящего Соглашения, которое является незаконным, недействительным, запрещенным или не имеющим исковой силы, является недействительным в пределах данной незаконности, недействительности, запрета или отсутствия исковой силы и не влияет на действительность и силу действия остальных положений настоящего Соглашения.

Настоящее Соглашение не обязывает стороны заключать какие-либо дополнительные договоры или соглашения. Настоящее Соглашение выражает полное понимание между сторонами в отношении предмета Соглашения и заменяет все предварительные устные и письменные сообщения, соглашения и договоренности в связи с предметом Соглашения. Настоящее Соглашение может быть оформлено в нескольких экземплярах, а копии оригинала подписей, направленные по факсу, являются действительным подтверждением подписания настоящего Соглашения.

Действие обязательств нижеподписавшихся и обязательств наших Представителей по настоящему Соглашению прекращается при наступлении первого из следующих событий: 1) Инвестор завершает приобретение всех или части активов либо акций Компании, либо другую связанную с этим транзакцию, либо 2) по истечении одного года с даты подписания настоящего Соглашения.

В пределах предоставленной Компании Инвестором или его филиалами информации об Инвесторе, которая не является общедоступной, Компания соглашается, что она (и ее соответствующие доверенные лица, директора, сотрудники, представители, консультанты, филиалы и другие работники) будет обращаться с данной конфиденциальной информацией, соблюдая необходимый уровень секретности, как предусмотрено настоящим Со-

глашением, и не будет использовать такую информацию в других целях, кроме как для проведения Оценки.

[Добавить, там, где это уместно: Компания и ее акционеры соглашаются, что с даты настоящего Соглашения до наступления первого из следующих событий: 1) прекращение Инвестором процедуры «дью дилидженс» Компании без решения продолжать переговоры по заключительному соглашению о покупке, или 2) на шестнадцатый день после представления Компанией ответов на запросы Инвестора об информации, необходимой для проведения процедуры «дью дилидженс» Компании, ни Компания, ни ее акционеры не принимают к рассмотрению, не иницииируют и не вступают в переговоры по любому предложению о продаже всех или части акций либо активов Компании с кем-либо, кроме Инвестора; при условии, что указанный период продлевается на такой срок, в течение которого стороны настоящего Соглашения продолжают добросовестные переговоры.]

Если вышесказанное отражает договоренность между нами, убедительно просим вас подписать и вернуть нам копию настоящего Соглашения.

С глубоким уважением,

Инвестор

Подпись: Его Генеральный партнер

Подпись: \_\_\_\_\_

[Имя]

\_\_\_\_\_  
[Должность ]

Согласовано на дату, указанную выше:

[Название Компании]

Подпись: \_\_\_\_\_ [Примечание: если Соглашение включает в себя положение об исключительных правах, то добавьте подписи каждого из акционеров].

Уполномоченный сотрудник

## **Приложение Е.**

### **Список вопросов для проверки профессиональной квалификации высших менеджеров**

1. Честность.
2. Хорошо ли он ориентируется при заключении сделок? Насколько точно определяет цену? Есть ли опыт проведения процедуры «дью дилидженс»?
3. Опишите подготовленность менеджера в сфере финансов; умение общаться с кредиторами.
4. Видение.
  - a. Оправданно ли и реалистично ли видение? Поможет ли оно местным усилиям (повысит ли синергию)? Росту доходов?
  - b. Занимался ли он ранее такой работой; можно ли его назвать сильным лидером?
5. Навыки операционной работы:
  - a) Понимает ли он, как удерживать и мотивировать людей? Ориентируется ли в деталях?
  - b) Достаточно ли уделяет внимание расходам и прибылям? Хорошо ли ориентируется в финансах?
  - c) В какой степени он обладает умением «продавать» свои идеи, планы? В какой мере наделен харизмой? Интеллектом?
  - d) Обладает ли менеджер способностями управлять бюджетом и расходами?
  - e) Что можно сказать о качестве команды; приходилось ли ее членам работать под его/ее руководством в прошлом?
  - f) Держит ли он свои обещания? Как часто реальные результаты отличаются от запланированных?
6. Отношения с инвесторами:
  - a) Умеет ли менеджер работать с венчурными капиталистами? Насколько он готов принимать предложения других?
  - b) Хорошо ли он разбирается в ситуации и умело ли докладывает о ней совету директоров?
  - c) Сможет ли он убеждать независимых внешних аналитиков?
7. Сильные и слабые стороны.
8. Готовы ли вы доверить ваши деньги этому менеджеру? О чем вы как инвестор будете беспокоиться?
9. Какое о нем мнение в отрасли? Вызывает ли он доверие?
10. Какие у этого высшего менеджера контакты в отрасли и взаимоотношения с целевыми компаниями, которые намечены для дополнительных приобретений (если фирма будет расширяться)?
11. С кем еще было бы хорошо побеседовать об этом высшем менеджере?



## Приложение F. Список рабочей группы

| СПИСОК РАБОЧЕЙ ГРУППЫ                       |  |   |
|---|--|---|
| Компания/контакт                            | Офис   | Дом/другое  |
| Команда менеджеров<br>Адрес компании        | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |
| Генеральный директор                        | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |
| Председатель совета директоров              | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |
| Президент                                   | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |
| Главный финансовый директор                 | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |
| <b>ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА ПОКУПАТЕЛЯ</b>         |  |   |
| Адрес                                       |  |   |
| Партнер                                     | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |
| Младший партнер                             | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |
| <b>БУХГАЛТЕРСКАЯ ФИРМА ПОКУПАТЕЛЯ</b>       |  |   |
| Адрес                                       |  |   |
| Партнер                                     | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |
| Младший партнер                             | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |
| <b>ФИРМА, СПЕЦИАЛИЗИРУЮЩАЯСЯ НА ВЫКУПАХ</b> |  |   |
| Адрес                                       |  |   |
| Партнер                                     | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |

**ФИРМА, СПЕЦИАЛИЗИРУЮЩАЯСЯ НА ВЫКУПАХ (продолжение)**

Младший партнер

Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Email@mail.comДомашний адрес  
Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Пейджер: (800) 888-8888

Младший партнер

Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Email@mail.comДомашний адрес  
Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Пейджер: (800) 888-8888**ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА ПРОДАВЦА**

Адрес

Партнер

Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Email@mail.comДомашний адрес  
Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Пейджер: (800) 888-8888

Младший партнер

Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Email@mail.comДомашний адрес  
Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Пейджер: (800) 888-8888**БУХГАЛТЕРСКАЯ ФИРМА ПРОДАВЦА**

Адрес

Партнер

Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Email@mail.comДомашний адрес  
Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Пейджер: (800) 888-8888

Младший партнер

Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Email@mail.comДомашний адрес  
Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Пейджер: (800) 888-8888**БАНК 1**

Адрес

Управляющий директор

Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Email@mail.comДомашний адрес  
Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Пейджер: (800) 888-8888

Младший партнер

Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Email@mail.comДомашний адрес  
Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Пейджер: (800) 888-8888**БАНК 2**

Управляющий директор

Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Email@mail.comДомашний адрес  
Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Пейджер: (800) 888-8888

Младший партнер

Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Email@mail.comДомашний адрес  
Тел.: (123) 456-7890  
Факс: (123) 456-7890  
Пейджер: (800) 888-8888**ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК**

Управляющий директор

Тел.: (123) 456-7890

Домашний адрес

(см. окончание)

**ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК (окончание)**

|                 |  |   |
|-----------------|--|---|
|                 | Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com                         | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888                   |
| Директор        | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |
| Младший партнер | Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Email@mail.com | Домашний адрес<br>Тел.: (123) 456-7890<br>Факс: (123) 456-7890<br>Пейджер: (800) 888-8888 |

## Приложение G. Календарный график и распределение ответственности

| <i>Код</i> | <i>Ответственность</i>   | <i>Ответственная сторона</i> | <i>Закончено Да/Нет</i> | <i>Статус</i>  |
|------------|--|------------------------------|-------------------------|--|
| Ф          | Детальные финансовые отчеты по месяцам (финанс. год 1998/1999)   | TECHWAY, ГИ                  |                         | Отчеты за 1998/1999 г., янв.- июнь   |
| Ф          | Отчеты для совета директоров (или другой аналитический отчет)  | TECHWAY, ГИ                  |                         | Нет официальных рекомендаций аудиторов менеджерам; запрошена информация от группы инвесторов (ГИ)  |
| Ф          | Таблица начислений на износ (1996, 1997, 1998 и 1999 фин. годы)  | TECHWAY, ГИ                  |                         | ГИ над этим работает   |
| Ф          | Проверенный аудитором финансовый отчет (1997, 1998 фин. годы, первые шесть месяцев 1999 г.), если возможно | TECHWAY, ГИ                  |                         | Данные за 1998, 1997 годы поступили в DR (MS запрашивает данные за 1997 г.)  |
| Ф          | Прогнозы на 1999-2001 гг.  | TECHWAY, ГИ                  |                         | Получена информация о прогнозах (работа продолжается)  |
| Ф          | Налоговые декларации (1996, 1997 и 1998 фин. годы)   | TECHWAY, ГИ                  |                         | Получены за 1995, 1996, 1997 гг. (MS запросил данные за 1998 г.)   |
| Ф          | Анализ дебиторской задолженности и других показателей баланса  | TECHWAY, ГИ                  |                         | Балансовые отчеты за период 1/1999-5/1999 поступили в DR, сравнительные рейтинги за период 6/1998-6/1999 также поступили в DR, много дополнительной информации поступит на этой неделе, ГИ работает над этим |
| Ф          | График и расценки оплаты счетов по отделениям, производственным линиям, и/или регионам                     | TECHWAY, ГИ                  |                         | ГИ над этим работает   |
| Д          | Контракты с заказчиками (текущие и за прошлые годы), пожалуйста, включите корректировки, если они делались | TECHWAY                      |                         | Получены контракты с компаниями Staffing Solutions и Pro-Drivers. Нужно запросить контракты торговых представителей, провести общее обсуждение контрактов/соглашений с SP                                    |
| Д          | Другие существенные контракты (включая лицензии и соглашения по найму)                                     | TECHWAY                      |                         | Запрошены действительные warrants, соглашения о разделе имущества, долговое обязательство  |
| Д          | Страховые полисы   | ABC                          |                         | Информация будет в DR в четверг 16/9   |
| Д          | Соглашения об аренде, пожалуйста, укажите, капитальная или операционная аренда                             | TECHWAY                      |                         | Документы об аренде в Денвере поступили в DR. Запрошены договоры об аренде в Нью-Йорке, Ноксвилле, Далласе   |
| Д          | Патенты, торговые марки, знаки обслуживания, авторские права или права на интеллектуальную собственность   | TECHWAY                      |                         | Получена документация (1.5)  |

## Календарный график и распределение ответственности (продолжение)

| Код | Ответственность  | Ответственная сторона | Закончено Да/Нет | Статус   |
|-----|--|-----------------------|------------------|--|
| Д   | Описание всех судебных исков или претензий, текущих и за три последние года  | TECHWAY               |                  | Получена обновленная юридическая документация (1.2) и письмо от T&K (1.2), КН провела анализ: много неразрешенных юридических проблем (в основном относящихся к работникам) — это типичная ситуация для компании такого размера? |
| Д   | Описание всех текущих или возможных судебных разбирательств  | TECHWAY               |                  | Запрошена текущая юридическая информация (1.2) и письмо T&K (1.2), КН провела анализ (см. выше)  |
| Д   | Любые соглашения с банкирами, брокерами, посредниками или консультантами   | TECHWAY               |                  | Получено письмо-обязательство от ВТ (1.6), анализируется КН; соглашения с Niven, Farrington и Kiley поступили в DR (запрашиваются)   |
| Д   | Таблица «полностью разводненной» собственности на акции  | TECHWAY               |                  | Получена информация об опционах (G.14) и список акционеров от 31/7/99(A.5)   |
| С   | Протоколы и записи заседаний совета директоров за последние 24 месяца  | TECHWAY               |                  | MS запрашивает от SP (не было включено в наш первоначальный список запрашиваемых документов)   |
| С   | Комментарии клиентов/результаты аудита/отзывы о качестве   | TECHWAY, ISP          |                  | ICS проводит интервью, при этом заказчик интервью не указывается   |
| С   | Связи с общественностью /статьи в прессе   | TECHWAY               |                  | В работе   |
| С   | Детальное описание и обзор системы производства и работы фирмы   | TECHWAY               |                  | Сделано во время презентации, проведенной менеджерами, будет дополнено во время презентации в Далласе  |
| С   | Интервью с аналитиками, занимающимися кадровыми вопросами в отрасли  | TECHWAY               |                  | Должна сделать MS  |
| С   | Интервью с аналитиками, занимающимися вопросами компьютеризации в отрасли  | TECHWAY               |                  | Должна сделать КН  |
| ПО  | Руководство и инструкции для сотрудников   | TECHWAY               |                  | Информация на 1/1998 поступила в DR  |
| ПО  | Руководство и инструкции по процедурам работы  | TECHWAY               |                  | Внутренние инструкции по эксплуатации поступили в DR   |
| ПО  | Информационные бюллетени и т.д.  | TECHWAY               |                  | Будет сделано в Далласе  |
| ПО  | Платежная ведомость, пожалуйста, укажите название и отдел или другой идентификатор (производственная линия, специализация, регион) | TECHWAY, Шелли        |                  | IC работает над этим   |

## Календарный график и распределение ответственности (окончание)

| Код | Ответственность  | Ответственная сторона | Закончено Да/Нет | Статус  |
|-----|--|-----------------------|------------------|---|
| ПО  | Система фондовых опционов, если она есть   | TECHWAY, Шелли        |                  | Получена информация о различных системах фондовых опционов (С.1 4), которую изучает Шелли                               |
| ПО  | Пенсионный план / план отложенной компенсации, если он есть  | TECHWAY, Шелли        |                  | Получена информация о плане отложенной компенсации (С.1 2), Шелли анализирует   |
| ПО  | Подробная схема организационной структуры  | TECHWAY               |                  | Получены данные о структуре юридических лиц (1.2)   |
| ПО  | Результаты недавних инспекций (OSHA, ЕЕОС и т.д.)  | TECHWAY, Шелли        |                  | Тщательная проверка страхования   |
| ПО  | Шкала заработной платы работников  | TECHWAY, Шелли        |                  | Презентация на эту тему У. Петерсона  |
| ПО  | Прием на работу и текучесть кадров по подразделениям, «уровням» и т.д. (по годам 1996, 1997, 1998, 1999 по наст. время)                                    | TECHWAY               |                  | Нужно обсудить  |
| ПО  | Подробная информация по льготам для работников и затратам в расчете на одного работника (включая заработную плату и льготы)                                | TECHWAY               |                  | План 401 (k) представлен в DR; график выплат льгот представлен в DR; план подготовки и обучения персонала поступил в DR |
| ПО  | Подбор и закрепление сотрудников   | TECHWAY               |                  | Посещение компании  |
| М   | График выплаты фиксированного процента вознаграждения, заработной платы высших менеджеров, фондовых опционов работников, существующие контракты работников | TECHWAY               |                  | Запрошена информация от AR  |
| М   | Юридическая структура бизнеса  | TECHWAY               |                  |   |
| М   | Описание бизнес-параметров приобретений компаний XYZ с указанием статуса транзакции  | TECHWAY               |                  | Запрошена информация от AR; собрана стратегически важная информация   |
| М   | Письма о намерениях покупок фирм XYZ и детальная информация об этих транзакциях  | TECHWAY               |                  | Запрошена информация от AR  |
| М   | Финансовые отчеты и прогнозы для приобретений фирм XYZ   | TECHWAY               |                  | Получена обновленная таблица 9/7 с данными от Эндрю   |

Коды:

|    |                       |     |                      |
|----|-----------------------|-----|----------------------|
| Ф: | Финансовая информация | И:  | Интервью             |
| Д: | Документы             | В:  | Визиты               |
| О: | Общие                 | ПО: | Персонал/Организация |
| С: | Ссылки                | М:  | Менеджмент           |
|    |                       | ГИ: | Группа инвесторов    |

Примечание: латинскими буквами в правой колонке обозначены, вероятно, инициалы сотрудников и сокращенные названия подразделений компании. — Прим. ред.

## **Приложение Н.**

### **Список показателей для процедуры «дью дилидженс» (контрольный лист)**

#### **Оглавление**

|   |   |
|---|---|
| Обзор отрасли и компании .....                                  | 1 |
| • Классификация отрасли   |   |
| • Положение компании в отрасли                                  |   |
| Бизнес компании .....   | 2 |
| • Продукция   |   |
| • Анализ спроса и клиентской базы                               |   |
| • Маркетинг   |   |
| • Дистрибуция   |   |
| • Производство  |   |
| • Судебные иски   |   |
| Бухгалтерские вопросы .....                                     | 3 |
| • Бухгалтерский отчет: сфера ответственности и функционирование |   |
| • Прибыльность  |   |
| • Управление активами   |   |
| • Структура капитала  |   |
| • Движение денежных средств (денежные потоки)                   |   |
| • Налоги  |   |
| • Дивидендная политика и ограничения                            |   |
| Менеджмент и персонал .....                                     | 4 |
| • Менеджмент  |   |
| • Совет директоров  |   |
| • Акционеры   |   |
| • Производственные отношения                                    |   |
| Контрольный перечень документов.....                            | 5 |
| • Список участников   |   |
| • Финансовые документы  |   |
| • Производственные линии  |   |
| • Отраслевые публикации   |   |
| • Юридические документы   |   |

#### **Обзор отрасли и компании**

##### *Классификация отрасли*

1. Сведения о клиентах/годовой отчет по форме 10-K
2. Разделы проспектов компаний, посвященные бизнесу
3. Публикации/документы ассоциации производителей

4. Производственный процесс и основные способы создания добавленной стоимости
5. Циклы производства и продажи
6. Профиль клиентуры
7. Код стандартной классификации отраслей (SIC)
8. Отчеты финансовых аналитиков

Тенденции и перспективы роста; размеры и прибыльность других фирм в каждом из сегментов отрасли

1. Производительность и тенденции в отрасли
  - а) Прежние результаты и производительность отрасли
    - i. Уровень роста продаж и доходов
    - ii. Рост доли рынка, первичный и вторичный спрос
    - iii. Устойчивость положения на рынке в сравнении с другими компаниями
    - iv. Сравнение результатов работы отрасли с другими отраслями
    - v. Сравнение результатов работы компании с другими компаниями отрасли
    - vi. Выяснение причин любых изменений в работе компании
    - vii. Положение на финансовом рынке, включая кредитный рейтинг
  - б) Степень стабильности компаний в данной отрасли
    - i. Стабильность компаний-конкурентов
    - ii. Изменчивость (волатильность доходов) и доступ к финансовым рынкам
    - iii. Изменения кредитного рейтинга
    - iv. Слияния, приобретения, консолидация
    - v. Банкротства и реорганизации
  - в) Тенденции развития отрасли и их потенциальное влияние на будущую деятельность компании. Примеры таких тенденций включают:
    - i. Нехватку сырья
    - ii. Новое законодательство и нормативы
    - iii. Изменения номенклатуры продукции или спроса
    - iv. Увеличение или снижение нормы прибыли
    - v. Усиление конкуренции со стороны зарубежных компаний или, напротив, зарубежного спроса на продукцию
2. Структура конкуренции в отрасли
  - а) Структура отрасли
  - б) Особенности основных конкурентов и контролируемые ими доли рынка



- i. Доля рынка, контролируемая компанией, и положение компании в отрасли
  - ii. Факторы конкурентоспособности
    - Цена
    - Качество и особенности продукции
    - Доставка и сервис
    - Инженерные решения
    - Реклама
  - iii. Изменение структуры конкуренции в отрасли
    - Изменение контролируемых долей рынка
    - Снижение цен
    - Увеличение сроков кредита
    - Производство и хранение товаров
- c) Чувствительность к изменениям в экономической ситуации
  - i. Замещение продукции и потенциал альтернативной продукции
  - ii. Соотношение затраты/цены
  - iii. Ведущие поставщики
  - iv. Вероятность прямой или обратной интеграции
- 3. Характеристики бизнеса в отрасли
  - a) Исследования и разработки (НИОКР)
    - i. Зависимость от исследований и разработок, технологии
    - ii. Успехи других компаний в разработке продукции и совершенствовании производства
    - iii. Успехи компании в сравнении с конкурентами
    - iv. Важность патентов, случаи нарушения патентных прав
    - v. Сравнительные расходы на исследования и разработки
    - vi. Вероятность того, что продукция устареет из-за:
      - нового оборудования или производственных процессов;
      - новой технологии;
      - новой продукции
  - b) Маркетинг и дистрибуция
    - i. Метод дистрибуции и контроль каналов дистрибуции
    - ii. Расходы на рекламу и продвижение
    - iii. Структура наценок в различных точках цепи дистрибуции
  - c) Производственный процесс
  - d) Рабочая сила и отношения с ней
    - i. Организационный статус
    - ii. Были ли в прошлом забастовки
    - iii. Тенденции динамики заработной платы и льгот
    - iv. Наличие рабочей силы и уровень ее квалификации
  - e) Сезонность или цикличность отрасли

### *Положение компании в отрасли*

1. Относительные уровни продаж и прибылей и темпы роста
2. Контролируемые доли рынка и позиция компании
3. Сильные и слабые стороны компании по сравнению с конкурентами
4. География деятельности компании и типология ее клиентов
  - а) Анализ стабильности
  - б) Демографические тенденции
5. Репутация и степень узнаваемости продукции

## **Бизнес компании**

### *Продукция*

#### **Основные индивидуальные продукты и линии продукции**

1. Продажи — в натуральном выражении и в долларах
  - а) Данные за прошедшие пять лет и текущие данные
  - б) Прогнозы:
    - i. Менеджеров
    - ii. Независимых аналитиков для данной отрасли
  - с) Каталоги продукции и прайс-листы
2. Качество в сравнении с продукцией конкурентов
3. Цены
  - а) Сезонность или цикличность
  - б) Данные о скидках и снижении цен
  - с) Возможности повышения стоимости
  - д) Предпочитаемые скидки для клиентов
4. Цикл жизни продукта
  - а) Вероятность, что продукция устареет из-за:
    - i. Нового оборудования или технологии
    - ii. Появления новой продукции
    - iii. Изменений спроса или демографических характеристик населения
5. Сезонность или цикличность спроса на продукцию
6. Замещающие и дополнительные товары

#### **Разработка продукции**

1. Необходимые ресурсы и средства в сравнении со стандартами для отрасли
2. Прошлые и прогнозируемые затраты на исследования и разработки
3. Изучение реального потенциала с точки зрения производства и маркетинга (то есть есть ли у данной технологии рыночный потенциал?)
4. Патенты
  - а) Договоры о предоставлении лицензий
  - б) Реальные или потенциальные нарушения

**Доходы**

1. Доходы от данной производственной линии
  - а) Показатели за прошедшие пять лет и промежуточные сегодняшние результаты
  - б) Прогнозы:
    - i. Менеджеров
    - ii. Независимых аналитиков отрасли
2. Стабильность и устойчивость доходов
3. Рост доходов
  - а) За счет покупки других компаний
  - б) За счет внутреннего роста

**Анализ спроса и клиентской базы****Список основных клиентов**

1. Положение клиентов в отрасли
2. Объем продаж в долларах
3. Степень лояльности клиентов
4. Соотношение внутренних и зарубежных клиентов

**Решение о покупке**

1. Цена
2. Качество/параметры
3. Инженерные и технические параметры
4. Процесс принятия решений клиентами
5. Бренд и торговые марки (т. е. хорошо ли известны название и торговые марки компании?)

**Маркетинг****Основная ориентации маркетинга****(например реклама, упаковка, доставка)**

1. Реклама
  - а) Расходы в сравнении с типичными расходами для отрасли
  - б) Важность для маркетинговой стратегии
2. Дизайн и упаковка
3. Скидки
4. Торговые выставки
5. Способ контактов с клиентами
6. Расходы на маркетинг

**Маркетинговый персонал**

1. Перечисление и оценка

2. Структура системы стимулирования
3. Филиалы, склады, сервисные подразделения

### ***Дистрибуция***

#### **Каналы**

1. Внутренние ресурсы
  - a) Транспорт
  - b) Обработка заказов
2. Розничные операции
  - a) Схема размещения
  - b) Количество точек и их география
3. Зависимость от внешних каналов
  - a) Гибкость канала дистрибуции
  - b) Наценки в различных точках цепи дистрибуции

### ***Производство***

#### **Описание процессов**

1. Природа производственных процессов
  - a) Серийный или штучный процесс производства
  - b) Трудоемкие или капиталоемкие производственные процессы
  - c) Система выплаты заработной платы и уровень заработной платы
    - i. Профсоюзы и история трудовых конфликтов
    - ii. Текущие или возможные забастовки
  - d) Достаточно ли рабочей силы, ее возраст и образовательный уровень
  - e) Лицензии или патенты
2. Управление запасами
  - a) Соотношение готовой продукции, продукции в процессе изготовления и сырья
  - b) Склады и хранение
3. Движение материалов и эффективность производства (в сравнении с данными по отрасли)
4. Контроль качества
5. Техническое обслуживание, ремонт и связанные с этим расходы
6. Риски и страхование
7. Внутреннее или внешнее обслуживание различных стадий производственного процесса

#### **Сырье и другие расходные материалы**

1. Стоимость
  - a) Тенденции и вариации

- i. Возможности замещения
  - ii. Возможность справиться с ростом стоимости
- 2. Конкуренция за источники, контроль над источниками
  - a) Та же отрасль или другая
  - b) Основные поставщики
    - i. Контракты
    - ii. Финансовая ситуация поставщиков (особенно иностранных)
    - iii. Надежность
  - c) Соглашения о закупках
- 3. Субподрядчики, поставляющие детали и комплектующие

### **Технология и оборудование**

- 1. Состояние и длительность использования
  - a) Запланированные капиталовложения
  - b) Использование производственных мощностей:
    - i. В прошлом
    - ii. Планируемое
  - c) Производственные помещения и мощности:
    - i. Владеет или арендует
    - ii. Широкого профиля или специализированные
    - iii. Факторы, препятствующие расширению производственных мощностей
      - a) Зонирование
      - b) Особенности производственного процесса
      - c) Доступ
- 2. Расходы на ремонт и техническое обслуживание
  - a) Необходимость замены в ближайшее время
  - b) Необходимость замены в длительной перспективе
- 3. Энергоснабжение, вода и утилизация отходов
  - a) Наличие
  - b) Достаточность

### **Судебные иски**

#### **Ответственность по искам и поданные иски**

- 1. Потенциальные риски
  - a) Последствия для производственной деятельности компании
  - b) Финансовые последствия
- 2. Страхование

## **Бухгалтерские вопросы**

### ***Бухгалтерский отчет: сфера ответственности и функционирование***

#### **Финансовый, бухгалтерский отделы и отдел внутреннего аудита: качество и размеры**

1. Размер внутреннего финансового отдела
2. У них есть (или нужны ли им) внутренние аудиторы?
3. Анализ отчетов внутреннего аудита

#### **Наличие текущей отчетности**

1. Описание
2. Оборудование, используемое для составления отчетов
3. Точность текущих финансовых показателей

#### **Расхождение бухгалтерской и налоговой отчетности**

##### *Система расчета бюджета*

1. Интеграция расчета себестоимости и финансовой отчетности
2. Анализ системы калькуляции себестоимости
3. Учет восстановительной стоимости

#### **Регулярность и адекватность физической инвентаризации**

1. Проверки при участии внешних аудиторов

#### **Отклонения учетной политики компании от отраслевых норм**

1. Признание доходов
2. Материально-производственные запасы
3. Учет восстановительной стоимости
4. Амортизация
5. Трагедия потерь и прибыли из-за изменений обменного курса валют

#### **Процедуры контроля за предоставлением кредитов**

1. Изменялась ли недавно процедура предоставления кредитов клиентам?
2. Проанализируйте руководства по предоставлению кредитов

#### **Бухгалтеры**

1. Статус аудитов
2. Отчеты бухгалтеров-аудиторов совету директоров
  - а) Предложенные усовершенствования
  - б) Отчеты и предложенные изменения за прошедшие пять лет

**Мнение Комиссии по ценным бумагам (SEC) или Совета по стандартам финансового учета (FASB) или соответствующие выплаты**

1. Проблемы слияния компаний
2. Признание доходов

**Страхование**

1. Проанализируйте политику в этой области

*Прибыльность***Учет издержек**

1. Основные элементы
2. Динамика накладных расходов
3. Распределение

**Продажи**

1. Доходы и списания
2. Учет дохода — по дате продажи или по дате поставки
  - а) Продажи в рассрочку
  - б) Филиалы
3. Межфирменные продажи и прибыли
4. Политика консолидации

**Прогноз прибыльности**

1. Факторы, которые с наибольшей вероятностью влияют на оценки
2. Изменения структуры финансирования и их влияние на прибыли
3. Накладные или корпоративные расходы

**Другие источники дохода**

1. Гонорары
2. Рента

*Управление активами***Практика управления активами миноритарных акционеров****Товарно-материальные запасы**

1. Оценка товарно-материальных ценностей и структура резервов
2. Распределение на категории: незавершенное производство, сырье и готовая продукция

**Дебиторская задолженность**

1. Классификация активов с учетом временных категорий
2. Списание безнадежных долгов

**Предварительно оплаченные расходы**

1. Идентификация
2. Оценивание

**Другие активы**

1. Векселя к получению
2. Нематериальные активы
  - a) Идентификация
  - b) Амортизация

**Основные средства (фиксированные активы)**

1. Балансовая стоимость
2. Затраты на замену
3. Первоначальная стоимости и/или ее корректировка для бухгалтерского учета покупки
4. Потенциальные списания
5. Амортизация
  - a) Средняя продолжительность эксплуатации
  - b) Тип амортизации
    - i. Балансовая или налоговая
  - c) Списание из-за морального износа
6. Список имущества

**Краткосрочные (текущие) обязательства**

1. Кредиты, предоставленные крупными кредиторами
2. Скидки, полученные или утраченные
3. Резервы для выплат по обязательствам и в случае непредвиденных обязательств

**Другие обязательства**

1. Штрафы
2. Судебные иски
3. Дополнительные налоги
4. Непредвиденные
5. Для пенсионных фондов

**Структура капитала****Долгосрочная задолженность**

1. Сумма задолженности
2. Процентные ставки
3. Срок погашения — условия оплаты и штрафы



4. Кредитный рейтинг
5. Условия договора
  - а) Покрытие — проценты, накладные расходы, активы
  - б) Основные выплаты
  - с) Требования к соотношению собственного капитала и долговых обязательств
6. Конвертируемость
7. Случаи дефолта (отказа от выполнения обязательств)

**Краткосрочная задолженность — кредитные линии**

1. Затраты на выплату процентов на начальной стадии
2. Наличие и использование
  - а) Текущее
  - б) В прошлом
  - с) Затраты

**Обязательства по аренде**

1. Капитальная аренда
2. Операционная аренда

**Привилегированные и гибридные ценные бумаги**

1. Анализ документов
2. Особенности погашения
3. Условия смены контроля

**Акционерная собственность и активы**

1. Оплаченная часть акционерного капитала
2. Нераспределенная прибыль
3. Собственные акции компании

***Движение денежных средств (денежные потоки)*****Требования к оборотному капиталу**

1. Соотношение материально-производственных запасов, счетов к получению и счетов к оплате
2. Минимальная наличность, необходимая для ведения бизнеса
3. Способность превращать непроеизводственные активы в оборотный капитал

**Капитальные расходы**

1. Желательные
2. Обязательные

**Начисление износа и амортизационные отчисления**

1. Адекватность оценки периода нормальной эксплуатации оборудования перед его списанием
2. Репутация (условная цена деловых связей компании)

**Налоги**

1. Отсроченные налоги: признание доходов, амортизация
2. Налоговые резервы для предыдущих лет
3. Штаты, в которых компания представляет налоговые отчеты о прибылях
4. Использование и наличие инвестиционной налоговой скидки
5. Наличие чистых операционных убытков (NOL)
6. Распределение
7. За границей или внутри страны
8. В Пуэрто-Рико

**Дивидендная политика и ограничения**

1. Дивидендная политика
2. Дивидендные ограничения

**Менеджмент и персонал****Менеджмент****Список ключевого персонала с указанием зарплат и должностей**

1. Текучесть кадров и опыт
2. Квалификация менеджеров
3. Набор и обучение
4. Связи/принадлежность другим организациям

**Компенсации (вознаграждение)**

1. Шкала заработной платы, продвижение по должности, аттестация персонала
2. Контракты и рабочие обязанности сотрудников
3. Стимулирование (например, система фондовых опционов или дополнительные денежные выплаты)
4. Страхование (жизни и медицинское), служебные автомобили, персональные кредиты, выплата отпускных
5. Отсроченное вознаграждение

**Совет директоров**

1. Возраст и стаж работы
2. Участие в других советах директоров и принадлежность к другим компаниям
3. Заседания — обратите внимание на регулярность и обсуждаемые проблемы
4. Список комитетов и обязанностей
5. Сделки с использованием конфиденциальной информации

**Акционеры****Проблемы, связанные с владельцами ценных бумаг**

1. Права каждой из категорий акционеров
2. Фондовые опционы
3. Договоры с акционерами

**Акционеры**

1. Главные владельцы акций в каждой из категорий
2. Географическое распределение владельцев акций
3. Институциональные держатели акций
4. Неизвестные владельцы

**Ценные бумаги, конвертируемые в обыкновенные акции, и их основные держатели****Производственные отношения****Работники**

1. Количество работников
2. Источники рабочей силы
3. Соотношение квалифицированных и неквалифицированных работников

**Конкуренция за трудовые ресурсы**

1. Текучесть
2. Возможность набирать новых работников

**Профсоюзы**

1. Забастовки в прошлом
2. Дата следующих переговоров по заключению коллективного трудового договора

**Условия труда**

1. Частота несчастных случаев
2. Даты и результаты последней государственной проверки
3. Моральный климат: жалобы и судебные иски
4. Диапазон зарплат, аттестация и политика продвижения по должности

**Компенсации (вознаграждение) и льготы**

1. Структура вознаграждения
  - a) Частота
  - b) Сверхурочные
  - c) Участие в прибылях
  - d) Отпуска и праздники
  - e) Гарантии и возмещение ущерба
2. Пенсионный план
  - a) Уровень льгот
  - b) Размер финансирования начисленных пенсионных льгот
    - i. Недофинансированные пенсионные обязательства и льготы
    - ii. Ретроспективные данные о затратах
  - c) Данные последней ревизии
  - d) Возможность сохранения пенсионного плана при переходе в другую компанию
  - e) Влияние на прибыльность
3. Страхование жизни и медицинские льготы

**Контрольный перечень документов*****Список участников (рабочий и домашний адрес, номер телефона и факса)***

- A. Группа клиентов
- B. Группа инвесторов
- C. Юристы
- D. Бухгалтеры
- E. Кредиторы
- F. Другие заинтересованные стороны

**Финансовые документы**

- A. Годовые отчеты по форме 10K за последние пять лет
- B. Ежеквартальные отчеты по форме 10Q за период до последнего аудита
- C. Годовые отчеты
- D. Акты регистрации (полученные или готовящиеся)
- E. Отчеты по форме 8K о существенных событиях (material events) или корпоративных изменениях

- F. Пятилетний план с обоснованиями
- G. Ретроспективные данные о бюджетах
- H. Руководства по политике компании
- I. Голоса, поданные по доверенности
- j. Отчеты бухгалтеров-аудиторов для совета директоров
- K. Пенсионные планы, включающие последние актуарные оценки
- L. Уникальные для отрасли документы (например банковские ежеквартальные финансовые отчеты, страховые документы и т.п.)

### ***Производственные линии***

- A. Отчеты о продажах и доходах
- B. Прайс-листы
- C. Объем рынка и оценка долей рынка

### ***Отраслевые публикации***

### ***Юридические документы***

- A. Учредительные документы и уставы
- B. Юридический и физический адреса компании (названия и адреса филиалов)
- C. Контракты о выпуске ценных бумаг (Indenture agreements)
- D. История корпорации
  - Изменение названия
  - Структура собственности
  - Приобретения
- E. Патенты, торговые марки, авторские права
- F. Лицензионные соглашения
  - Дистрибуция
  - Технология
  - Франчайзинг
  - Соглашения об отчислениях — основные положения, условия окончания, возобновления и отмены
- G. Правительственные контракты
- H. Соглашения о неконкуренции
- I. Гарантийные соглашения и соглашения об обслуживании
- J. Заложенные активы и выданные векселя
- K. Судебные разбирательства, поданные и отложенные иски
- L. Взаимоотношения с финансовым и бизнес-сообществами
  - Институциональные кредиторы
  - Инвестиционные банкиры
  - Аналитики и брокеры
- M. Контракты с профессиональными союзами

## Приложение I: Список фирм (фондов) прямого инвестирования

Важно найти такую фирму прямого инвестирования, интересы которой соответствовали бы вашей сделке. Некоторые из них работают только с очень крупными сделками, многие венчурные фирмы инвестируют только в технологические компании и не поддерживают сделки по выкупу менеджерами. К счастью, Интернет значительно облегчил поиск потенциальных инвесторов. В списке, который я вам предлагаю, приводятся веб-адреса различных фирм. Перед тем как посылать свои предложения, внимательно просмотрите их веб-сайты. Я сообщил о каждой фирме, каким она владеет капиталом, а также дополнил это краткими комментариями о ее специализации. Они помогут вам найти те фирмы, которые лучше всего отвечают вашим потребностям.

Этот список, конечно, неполный. Существуют сотни фирм, и если бы я попытался перечислить их все, пришлось бы написать еще одну книгу. У многих названных мною фирм есть несколько офисов, я же в целом привожу данные только об основном офисе, поэтому для того, чтобы найти наиболее близко расположенный к вам офис, воспользуйтесь информацией на веб-сайте компании. На большинстве веб-сайтов вы также найдете сведения о контактных лицах.

Если вы инвестор, но я не включил вашу фирму в список, или, напротив, вы недовольны тем, что ваша фирма в него включена, я приношу свои извинения.

Этот список, дополненный и уточненный, вы можете найти в Интернете по адресу [www.buyoutbook.com](http://www.buyoutbook.com).

### **ABS Capital Partners**

1 South Street

Baltimore, MD21202

Телефон: 410-895-4400

Факс: 410-895-4380

[www.abscapital.com](http://www.abscapital.com)

Капитал: более 900 млн. долл.

Контактные лица: Don Hebb, Tim Weglicki

Филиал компании Alex Brown (которая является подразделением Deutsch Bank); специализируется на технологических отраслях и здравоохранении.

### **Acacia Venture Partners**

101 California Street

Suite 3160

San Francisco, CA 94111

Телефон: 415-433-4200

Факс: 415-433-4250

[www.acaciavp.com](http://www.acaciavp.com)

Капитал: более 200 млн. долл.

Контактные лица: Harold Friedman, Sage Givens

**Accel Partners**

428 University Avenue  
Palo Alto, CA 94301  
Телефон: 650-614-4800  
Факс: 650-614-4880  
www.accel.com  
Капитал: более 2 млрд. долл.  
Контактные лица: Jim Breyer

Ведущий инвестор в сфере технологий, уделяющий особое внимание телекоммуникациям. Партнер фирмы KKR (Accel-KKR).

**Advanced Technology Ventures**

281 Winter Street, Suite 350  
Waltham, MA 02451  
Телефон: 781-290-0707  
Факс: 781-684-0045  
www.atvcapital.com  
Капитал: более 300 млн. долл.

**Advantage Capital Partners**

909 Poydras Street, Suite 2230  
New Orleans, LA 70112  
Телефон: 504-522-4850  
Факс: 504-522-4950  
www.advantagecap.com  
Капитал: примерно 200 млн. долл.

**Advent International**

75 State Street  
Boston, MA 02109  
Телефон: 617-951-9400  
Факс: 617-951-0566  
www.adventinternational.com  
Капитал: более 3,5 млрд. долл.  
Ведущая глобальная инвестиционная фирма с большими возможностями как в США, так и в Европе.

**Agio Capital Partners I, L.P.**

US Bank Place, Suite 4600  
601 Second Avenue South  
Minneapolis, MN 55402  
Телефон: 612-339-8408  
Факс: 612-349-4232  
www.agiocap@aol.com  
Капитал: примерно 42 млн. долл.

**Allied Capital Corporation**

1919 Pennsylvania Avenue, 3<sup>rd</sup> Floor  
Washington, DC 20006-3434  
Телефон: 202-331-1112  
Факс: 202-659-2053  
www.alliedcapital.com  
Капитал: примерно 800 млн. долл.  
Контактные лица: Cabell Williams, Gary  
Truscott, Tom Westbrook  
Крупный мезонинный кредитор и инвестор.

**Alta Communications**

One Post Office Square, Suite 3800  
Boston, MA 02109  
Телефон: 617-482-8020  
Факс: 617-482-1944  
Капитал: более 400 млн. долл.

**ARCH Venture Partners**

8725 West Higgins Road, Suite 290  
Chicago, IL 60631  
Телефон: 773-380-6600  
Факс: 773-380-6606  
www.archventure.com  
Капитал: более 300 млн. долл.  
Фирма специализируется в финансировании на ранних стадиях выкупа.

**Argentum Group**

The Chrysler Building  
405 Lexington Avenue  
New York, NY 10174  
Телефон: 212-949-6262  
Факс: 212-949-8294  
Капитал: примерно 20 млн. долл.

**Arlington Partners**

600 New Hampshire Avenue, 6<sup>th</sup> Floor  
Washington, DC 20037  
Телефон: 202-337-7500  
Факс: 202-337-7525  
Капитал: более 450 млн. долл.  
Контактные лица: Paul Stern, Jeffrey Freed

**Austin Ventures**

114W. 7<sup>th</sup> Street, Suite 1300  
Austin, TX 78701  
Телефон: 512-485-1900  
Факс: 512-476-3952  
[www.austinventures.com](http://www.austinventures.com)  
Капитал: более 1 млрд. долл.

Крупная инвестиционная фирма, специализирующаяся в сфере Интернета и телекоммуникаций.

**Bain Capital, Inc.**

Two Copley Plaza  
Boston, MA 02116  
Телефон: 617-572-3000  
Факс: 617-572-3274  
[www.baincap.com](http://www.baincap.com)  
Капитал: более 2 млрд. долл.

**Baker Capital Corp.**

540 Madison Avenue, 29<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10022  
Телефон: 212-848-2000  
Факс: 212-486-0660  
[www.bakercapital.com](http://www.bakercapital.com)  
Капитал: более 400 млн. долл.

**BancBoston Capital/BancBoston Ventures**

175 Federal Street, 10<sup>th</sup> Floor  
Boston, MA 02110  
Телефон: 617-434-2509  
Факс: 617-434-1153  
[www.BKB.com](http://www.BKB.com)  
Капитал: более 2 млрд. долл.  
Крупный инвестор в акционерный капитал, аффилированный с коммерческим банком в Бостоне.  
У многих крупных банков, таких, как Chase Manhattan, First Union и BankAmerica, есть подразделения, занимающиеся прямыми инвестициями в акционерный капитал.

**Banc of America Capital Corporation**

100 North Tryon Street, 10<sup>th</sup> Floor  
Charlotte, NC 28255  
Телефон: 704-386-8063  
Факс: 704-386-6432  
Капитал: более 250 млн. долл.

**BankAmerica Ventures**

950 Tower Lane, Suite 700  
Foster City, CA 94404  
Телефон: 650-378-6000  
Факс: 650-378-6040  
[www.bankamerica.com](http://www.bankamerica.com)  
Капитал: более 400 млн. долл.

**Bankers Trust Capital Corporation**

130 Liberty Street, 25<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10006  
Телефон: 212-250-5563  
Факс: 212-669-1749  
[www.bankerstrust.com](http://www.bankerstrust.com)  
Капитал: более 200 млн. долл.



**Battery Ventures**

20 William Street, Suite 200

Wellesley, MA 02481

Телефон: 781-577-1000

Факс: 781-577-1001

www.battery.com

Капитал: более 800 млн. долл.

Крупный венчурный инвестор, специализирующийся в сфере коммуникаций и Интернета.

**Behrman Capital, Inc.**

126 East 56<sup>th</sup> Street

New York, NY 10022

Телефон: 212-980-6500

Факс: 212-980-7024

Капитал: более 1,5 млрд. долл.

Контактные лица: Grant Behrman, Bill Matthes

**Benchmark Capital**

2480 Sandhill Road, Suite 200

Menlo Park, CA 94025

Телефон: 650-854-8180

Факс: 650-854-8183

www.benchmark.com

Капитал: более 1,5 млрд. долл.

Ведущая венчурная фирма, прославившаяся крупными сделками с интернет-компаниями, такими, как eBay.

**Berkshire Partners LLC**

One Boston Place

Boston, MA 02108

Телефон: 617-227-0050

Факс: 617-227-6105

www.berkshirepartners.com

Капитал: примерно 1,6 млрд. долл.

**Bessemer Venture Partners**

83 Walnut Street

Wellesley Hills, MA 02481

Телефон: 781-237-6050

Факс: 781-235-7068

www.bessemervp.com

Капитал: более 300 млн. долл.

**Blue Chip Venture Company**

100 Chiquita Center

250 East Fifth Street

Cincinnati, OH 45202

Телефон: 513-723-2300

Факс: 513-723-2306

www.bcv.com

Капитал: более 150 млн. долл.

**Blue Water Capital, LLC**

8300 Greensboro Drive, Suite 440

McLean, VA 22101

Телефон: 703-448-8821

Факс: 703-448-1849

www.bluewatercapital.com

Капитал: более 75 млн. долл.

Контактные лица: Reid Miles

**Boston Capital Ventures**

Old City Hall

45 School Street

Boston, MA 02108

Телефон: 617-227-6550

Факс: 617-227-3847

www.bcv.com

Капитал: более 100 млн. долл.

**Boston Ventures Management, Inc.**

One Federal Street, 10<sup>th</sup> Floor

Boston, MA 02110

Телефон: 617-350-1500

Факс: 617-350-1572

Капитал: более 500 млн. долл.

**Bradford Ventures Ltd.**

1 Rockefeller Plaza, Suite 1722  
New York, NY 10020  
Телефон: 212-218-6900  
Факс: 212-218-6901  
Капитал: примерно 100 млн. долл.

**Brantley Partners**

20600 Chagrin Boulevard, Suite 1150  
Cleveland, OH 44122  
Телефон: 216-283-4800  
Факс: 216-283-5324  
Капитал: более 150 млн. долл.

**Brentwood Associates**

11150 Santa Monica Boulevard, Suite 1200  
Los Angeles, CA 90025  
Телефон: 310-477-6611  
www.brentwoodvc.com  
Капитал: более 800 млн. долл.  
Контактные лица: Bill Barnum, David Wong

Давно работающая на рынке компания из Лос-Анджелеса, специализирующаяся на выкупах и инвестировании в растущие акционерные компании.

**Brinson Partners, Inc.**

209 S. LaSalle Street  
Chicago, IL 60604-1295  
Телефон: 312-220-7100  
Факс: 312-220-7110  
www.brinsonpartners.com  
Капитал: примерно 7,6 млрд. долл.

Крупная консалтинговая и инвестиционная фирма.

**Brockway Moran & Partners**

225 NE Mizer Boulevard  
Boca Raton, FL 33432  
Телефон: 561-750-2000  
Факс: 561-750-2001  
Капитал: более 300 млн. долл.

**Brown, McMillan & Co., LLC**

930 Montgomery Street, Suite 301  
San Francisco, CA 94133  
Телефон: 415-273-7160  
Факс: 415-273-7171  
www.brownmcmillan.com  
Капитал: более 40 млн. долл.  
Контактные лица: Cabot Brown

**The Cambria Group**

1600 El Camino Real, Suite 155  
Menlo Park, CA 94025  
Телефон: 650-329-8600  
Факс: 650-329-8601  
www.cambriagroup.com  
Капитал: более 10 млн. долл.  
Контактные лица: Lew Davies

**Canaan Partners**

105 Rowayton Avenue  
Rowayton, CT 06853  
Телефон: 203-855-0400  
Факс: 203-854-9117  
www.canaan.com  
Капитал: примерно 600 млн. долл.

**Capital Resource Partners**

85 Merrimac Street, Suite 200  
Boston, MA 02114  
Телефон: 617-723-9000  
Факс: 617-723-9819  
www.crp.com  
Капитал: более 800 млн. долл.

**Capital Southwest Corporation**

12900 Preston Road, Suite 700  
Dallas, TX 75230  
Телефон: 972-233-8242  
Факс: 972-233-7362  
www.capitalsouthwest.com  
Капитал: более 20 млн. долл.

**Cardinal Health Partners, L.P.**

221 Nassau Street  
Princeton, NJ 08542  
Телефон: 609-924-6452  
Факс: 609-683-0174  
www.cardinalhealthpartners.com

Капитал: более 50 млн. долл.

Специализируется в области здравоохранения.

**The Carlyle Group**

1001 Pennsylvania Avenue N.W.  
Washington, DC  
Капитал: более 10 млрд. долл.  
Контактные лица: David Rubenstein, Ed Mathias

**The Centennial Funds**

1428 15<sup>th</sup> Street  
Denver, CO 80202-1318  
Телефон: 303-405-7500  
Факс: 303-405-7575  
www.centennial.com  
Капитал: более 700 млн. долл.

**CenterPoint Venture Partners**

Two Galleria Tower  
13455 Noel Road, Suite 1670  
Dallas, TX 75240  
Телефон: 972-702-1101  
Факс: 972-702-1103  
www.cpventures.com  
Капитал: более 150 млн. долл.

**Charles River Ventures**

1000 Winter Street, Suite 3300  
Waltham, MA 02451  
Телефон: 781-487-7060  
Факс: 781-487-7065  
www.crv.com  
Капитал: более 500 млн. долл.

**Chase Capital Partners**

380 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10017-2070  
Телефон: 212-622-3100  
Факс: 212-622-3101  
www.chasecapital.com  
Капитал: примерно 10 млрд. долл.  
Контактные лица: Jeff Walker

Наиболее известная связанная с банком инвестиционная фирма.

**Chisholm Private Capital Partners, L.P.**

10830 E. 45<sup>th</sup> Street, Suite 307  
Tulsa, OK 74146  
Телефон: 918-663-3500  
Факс: 918-663-1140  
www.chisholmvc.com  
Капитал: более 10 млн. долл.

**Code Hennessy & Simmons LLC**

10 South Wacker Drive, Suite 3175  
Chicago, IL 60606  
Телефон: 312-876-1840  
Факс: 312-876-3854  
www.chsonline.com  
Капитал: примерно 1,3 млрд. долл.

**Colorado Venture Management**

4845 Pearl East Circle, Suite 300  
Boulder, CO 80303  
Телефон: 303-440-4055  
Факс: 303-440-4636  
Капитал: примерно 15 млн. долл.

**Columbia Capital**

201 N. Union Street, 300  
Alexandria, VA 22314  
Телефон: 703-519-2000  
Факс: 703-519-3904  
www.colcap.com  
Контактные лица: Jim Fleming, Harry Hopper  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**Commerce Capital, L.P.**

611 Commerce Street, Suite 2602

Nashville, TN 37203

Телефон: 615-244-1432

Факс: 615-242-1407

[www.commercecap.com](http://www.commercecap.com)

Капитал: более 10 млн. долл.

**Cornerstone Equity Investors, LLC**

717 Fifth Avenue, 11<sup>th</sup> Floor

New York, NY 10022

Телефон: 212-753-0901

Факс: 212-826-6798

[www.cornerstone-equity.com](http://www.cornerstone-equity.com)

Капитал: примерно 1 млрд. долл.

**Cravey, Green & Wahlen Inc.**

12 Piedmont Center, Suite 210

Atlanta, CA 30305

Телефон: 404-816-3255

Факс: 404-816-3258

Капитал: более 250 млн. долл.

**Crescendo Venture Management, LLC**

800 LaSalle Avenue, Suite 2250

Minneapolis, MN 55402

Телефон: 612-607-2800

Факс: 612-607-2801

[www.crescendoventures.com](http://www.crescendoventures.com)

Капитал: более 400 млн. долл.

**Crosspoint Venture Partners**

2925 Woodside Road

Woodside, CA 94062

Телефон: 650-851-7600

Факс: 650-851-7661

[www.crvp.com](http://www.crvp.com)

Капитал: более 500 млн. долл.

**The Crossroads Group**

1717 Main Street, Suite 2500

Dallas, TX 75201

Телефон: 214-698-2777

Факс: 214-698-2778

[www.crossroadsgroup.com](http://www.crossroadsgroup.com)

Капитал: более 1,5 млрд. долл.

**Darby Overseas Investments Ltd.**

1133 Connecticut Avenue, N.W., Suite 200

Washington, DC 20036

Телефон: 202-872-0500

Факс: 202-872-1816

Капитал: примерно 150 млн. долл.

**Delphi Ventures**

3000 Sand Hill Road Building 1, Suite 135

Menlo Park, CA 94025

Телефон: 650-854-9650

Факс: 650-854-2961

[www.delphiventures.com](http://www.delphiventures.com)

Капитал: более 300 млн. долл.

**Desai Capital Management, Inc.**

540 Madison Avenue, 36<sup>th</sup> Floor

New York, NY 10022

Телефон: 212-838-9191

Факс: 212-838-9807

[www.desaicapital.com](http://www.desaicapital.com)

**DLJ Merchant Banking Partners**

2777 Park Avenue, 19<sup>th</sup> Floor

New York, NY 10172

Телефон: 212-892-3000

Факс: 212-892-7552

[www.dlj.com](http://www.dlj.com)

Собственный капитал: более 4 млрд. долл.,

мезонинный капитал: 2 млрд. долл.

**Draper International**

California Street, Suite 2925

San Francisco, CA 94111

Телефон: 415-616-4050

Факс: 415-616-4060

[www.draperintl.com](http://www.draperintl.com)

Капитал: более 50 млн. долл.

**E. M. Warburg, Pincus & Co., LLC**

466 Lexington Avenue  
New York, NY 10017-3146  
Телефон: 212-878-9358  
Факс: 212-878-6167  
www.warburgpincus.com

Одна из самых крупных и давно работающих на рынке инвестиционных фирм.  
Капитал: более 10 млрд. долл.

**FBR Technology Venture Partners, L. P.**

1001 19<sup>th</sup> Street North  
Arlington, VA 22209  
Телефон: 703-312-9500  
Факс: 703-469-1002  
www.fbr.com

Капитал: более 600 млн. долл.  
Контактные лица: Hooks Johnston, Gene Riechers

**Edison Venture Fund**

1009 Lenox Drive 4  
Lawrenceville, NJ 08648  
Телефон: 609-896-1900  
Факс: 609-896-0066  
www.edisonventure.com  
Капитал: более 200 млн. долл.

**Fenway Partners Inc.**

152 West 57<sup>th</sup> Street, 59<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10019  
Телефон: 212-698-4000  
Факс: 212-581-1205  
Капитал: более 200 млн. долл.

**Enterprise Partners**

7979 Ivanhoe Avenue, Suite 550  
La Jolla, CA 92037  
Телефон: 858-454-8833  
Факс: 858-454-2489  
www.ent.com  
Капитал: более 400 млн. долл.

**First Analysis Corporation**

233 S. Wacker Drive, Suite 9500  
Chicago, IL 60606  
Телефон: 312-258-1400  
Факс: 312-258-0334  
www.firstanalysisvc.com  
Капитал: более 300 млн. долл.

**Equus Capital Corporation**

2929 Allen Parkway, 25<sup>th</sup> Floor  
Houston, TX 77019  
Телефон: 713-529-0900  
Факс: 713-529-9545  
Капитал: более 100 млн. долл.

**First Union Capital Partners**

One First Union Center, 5th Floor  
Charlotte, NC 28288-0732  
Телефон: 704-374-4806  
Факс: 704-374-6711  
Капитал: более 1 млрд. долл.  
Контактные лица: Jim Cook, Bob Calton

**Evercore Partners Inc.**

65 East 55<sup>th</sup> Street  
New York, NY 10022  
Телефон: 212-857-3100  
Факс: 212-857-3101  
Капитал: более 500 млн. долл.

**Flatiron Partners**

257 Park Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10010  
Телефон: 212-228-3800  
Факс: 212-228-0552  
www.flatironpartners.com  
Капитал: более 500 млн. долл.

**Fleet Equity Partners**

50 Kennedy Plaza  
Providence, RI 02903  
Телефон: 401-278-6770  
Факс: 401-278-6387  
www.fleetequitypartners.com  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**Florida Capital Ventures, Ltd.**

880 Riverside Plaza  
100 West Kennedy Boulevard  
Tampa, FL 33602  
Телефон: 813-229-2294  
Факс: 813-229-2028  
Капитал: более 300 млн. долл.

**Francisco Partners**

One Maritime Plaza 2500  
San Francisco, CA 94111  
Телефон: 415-277-2900  
Факс: 415-986-1320  
www.franciscopartners.com  
Капитал: примерно 1,8 млрд. долл.  
Контактные лица: Dave Stanton, Neil Garfinkel

**Friedman, Fleischer & Lowe, LLC**

One Maritime Plaza, Suite 1000  
San Francisco, CA 94111  
Телефон: 415-445-9850  
Факс: 415-445-9851  
www.fflpventures.com  
Капитал: более 350 млн. долл.  
Контактные лица: Spencer Fleischer

**Frontenac Company**

135 S. LaSalle Street, Suite 3800  
Chicago, IL 60603  
Телефон: 312-368-0044  
Факс: 312-368-9520  
www.frontenac.com  
Капитал: более 300 млн. долл.

**CE Capital Equity Group**

120 Long Ridge Road  
Stamford, CT 06927  
Телефон: 203-357-3100, 800-976-0675  
Факс: 203-357-3945  
Капитал: более 250 млн. долл.

**Greenwich Street Capital Partners, Inc.**

388 Greenwich Street, 36<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10013  
Телефон: 212-816-8600  
Факс: 212-816-0166  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**Greylock Management Corporation**

One Federal Street, 26<sup>th</sup> Floor  
Boston, MA 02110-2065  
Телефон: 617-423-5525  
Факс: 617-482-0059  
www.greylock.com  
Капитал: более 500 млн. долл.  
Одна из наиболее успешно и долго работающих венчурных фирм.

**GTCR Golder Rauner, LLC**

6100 Sears Tower  
Chicago, IL 60606-6402  
Телефон: 312-382-2200  
Факс: 312-382-2201  
www.gtcr.com  
Капитал: более 2,5 млрд. долл.  
Эта фирма из Чикаго давно работает на рынке и занимается прямыми инвестициями в быстрорастущие компании.

**Halifax Group, LLC**

702 Oberlin Road, Suite 150  
Raleigh, NC 27529  
Телефон: 919-743-2525, 888-749-3067  
Факс: 919-743-2526  
Капитал: примерно 250 млн. долл.  
Контактные лица: David Dupree

**Hambrecht & Quist Technology Partners, L.P.**

1 Bush Street, Suite 1200  
San Francisco, CA 94104  
Телефон: 415-439-3000  
Факс: 415-439-3818  
www.hamquist.com  
Капитал: более 600 млн. долл.

**Hancock Park Associates**

1925 Century Park East, 810  
Los Angeles, CA 90067  
Телефон: 310-553-5550  
Капитал: более 20 млн. долл.  
Контактные лица: Mike Fourticq

**Harbourvest Partners, LLC**

One Financial Center, 44<sup>th</sup> Floor  
Boston, MA 02111  
Телефон: 617-348-3707  
Факс: 617-350-0305  
www.hvpllc.com  
Капитал: примерно 5,3 млрд. долл.

**Harvest Partners, Inc.**

230 Park Avenue, 33<sup>rd</sup> Floor  
New York, NY 10017-1216  
Телефон: 212-838-7776  
Факс: 212-593-0734  
Капитал: примерно 600 млн. долл.

**Healthcare Ventures, LLC**

44 Nassau Street  
Princeton, NJ 08542  
Телефон: 609-430-3900  
Факс: 609-430-9525  
www.hcven.com  
Капитал: примерно 475 млн. долл.

**Hellman and Friedman**

One Maritime Plaza, 12<sup>th</sup> Floor  
San Francisco, CA 94111  
Телефон: 415-788-5111  
Факс: 415-788-0176  
www.HF.com  
Капитал: более 12 млрд. долл.

**Hicks, Muse, Tate & Furst, Inc.**

200 Crescent Court, Suite 1600  
Dallas, TX 75201  
Телефон: 214-740-7300  
Факс: 214-720-7888  
www.hmtf.com  
Капитал: более 5 млрд. долл.

**Highland Capital Partners**

Two International Place  
Boston, MA 02110  
Телефон: 617-531-1500  
Факс: 617-531-1550  
www.hcp.com  
Капитал: примерно 500 млн. долл.

**Houston Partners**

P.O. Box 2023  
401 Louisiana, 8<sup>th</sup> Floor  
Houston, TX 77252-2023  
Телефон: 713-222-8600  
Факс: 713-222-8932  
Капитал: более 20 млн. долл.

**Intersouth Partners**

P.O. Box 1 3546  
Research Triangle Park, NC 27709  
Телефон: 919-481-6889  
Факс: 919-481-0225  
www.intersouth.com  
Капитал: более 60 млн. долл.

**InterWest Partners**

3000 Sand Hill Road  
Building 3, Suite 225  
Menlo Park, CA 94025-7112  
Телефон: 650-854-8585  
Факс: 650-854-4706  
www.interwest.com  
Капитал: более 800 млн. долл.

**IVP — Institutional Venture Partners**

3000 Sand Hill Road  
Building 2, Suite 290  
Menlo Park, CA 94025  
Телефон: 650-854-0132  
Факс: 650-854-5762  
www.ivp.com  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**J. H. Whitney & Company**

177 Broad Street, 15<sup>th</sup> Floor  
Stamford, CT 06901  
Телефон: 203-973-1400  
Факс: 203-973-1422  
www.jhwhitney.com  
Капитал: более 2 млрд. долл.  
Контактные лица: Peter Castleman, Bill Laverack

**Kansas City Equity Partners**

233 West 47<sup>th</sup> Street  
Kansas City, MO 64112  
Телефон: 816-960-1771  
Факс: 816-960-1777  
www.kcep.com  
Капитал: более 75 млн. долл.

**Kelso & Company**

320 Park Avenue, 24<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10022  
Телефон: 212-751-3939  
Факс: 212-223-2379  
Капитал: более 2 млн. долл.

**Key Equity Capital Corporation**

127 Public Square, 6<sup>th</sup> Floor  
Cleveland, OH 44114  
Телефон: 216-689-5776  
Факс: 216-689-3204  
Капитал: примерно 125 млн. долл.

**Kinetic Ventures, LLC**

Two Wisconsin Circle, Suite 620  
Chevy Chase, MD 20815  
Телефон: 301-652-8066  
Факс: 301-652-8310  
Капитал: более 150 млн. долл.  
Контактные лица: Jake Tarr

**Kleiner Perkins Caufield & Byers**

2750 Sand Hill Road  
Menlo Park, CA 94025  
Телефон: 650-233-2750  
Факс: 650-233-3300  
www.kpcb.com  
Капитал: более 1,2 млрд. долл.  
Самая крупная и уважаемая компания в мире венчурного капитала.

**Kohlberg Kravis Roberts & Company**

9 West 57<sup>th</sup> Street, Suite 4200  
New York, NY 10019  
Телефон: 212-750-8300  
Факс: 212-750-0003  
www.kkr.com  
Капитал: более 10 млрд. долл.  
«Дедушка» в сфере крупных выкупов с использованием заемных средств.

**Landmark Partners Inc.**

760 Hopmeadow Street  
Simsbury, CT 06070  
Телефон: 860-651-9760  
Факс: 860-651-8890  
www.landmarkpartners.com  
Капитал: более 300 млн. долл.



**Leonard Green & Partners, LP**

11111 Santa Monica Boulevard, Suite 2000  
Los Angeles, CA 90025  
Телефон: 310-954-0444  
Факс: 310-954-0404  
Капитал: примерно 1 млрд. долл.

**Littlejohn & Levy, Inc.**

450 Lexington Avenue, Suite 3350  
New York, NY 10017  
Телефон: 212-286-8600  
Факс: 212-286-8626  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**Lucent Venture Partners**

600 Mountain Avenue  
Room 6A-406  
Murray Hill, Nj 07974  
Телефон: 908-582-8538  
Факс: 908-582-6747  
www.lucent.com  
Капитал: более 100 млн. долл.

У многих крупных корпораций, таких, как Lucent, Boeing, Dow Chemical и других, есть подразделения, занимающиеся прямыми инвестициями.

**Madison Dearborn Partners**

Three First National Place, Suite 3800  
Chicago, IL 60602  
Телефон: 312-895-1000  
Факс: 312-895-1001  
www.mdcп.com

Капитал: более 1 млрд. долл.  
Контактные лица: John Canning  
Одна из наиболее успешных инвестиционных фирм в Чикаго.

**Marquette Venture Partners**

520 Lake Cook Road, Suite 450  
Deerfield, IL 60015  
Телефон: 847-940-1700  
Факс: 847-940-1724  
Капитал: более 150 млн. долл.

**Maveron, LLC**

800 Fifth Avenue, Suite  
4100 Seattle, WA 98104  
Телефон: 206-447-1300  
Факс: 206-470-1150  
www.maveron.com  
Капитал: более 100 млн. долл.

**Mayfield Fund**

2800 Sand Hill Road, Suite 250  
Menlo Park, CA 94025  
Телефон: 650-854-5560  
Факс: 650-854-5712  
www.mayfield.com  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**McCown DeLeeuw & Co.**

3000 Sand Hill Road, Building 3, Suite 290  
Menlo Park, CA 94025-7111  
Телефон: 650-854-6000  
Факс: 650-854-0853  
www.mdcпpartners.com  
Капитал: более 1,2 млрд. долл.  
Контактные лица: Bob Hellman

**Menlo Ventures**

3000 Sand Hill Road Building 4, Suite 100  
Menlo Park, CA 94025  
Телефон: 650-854-8540  
Факс: 650-854-7059  
www.menloventures.com  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**Morganthaler Ventures**

Terminal Towerity Bank Building  
50 Public Square, Suite 2700  
Cleveland, OH 44113  
Телефон: 216-416-7500  
Факс: 216-416-7501  
www.morganthaler.com  
Капитал: примерно 600 млн. долл.  
Контактные лица: Peter Taft

**Nassau Capital, Inc.**

22 Chambers Street, 2<sup>nd</sup> Floor  
Princeton, NJ 08542  
Телефон: 609-924-3555  
Факс: 609-924-8887  
www.nassau.com

Фирма-филиал Принстонского университета. Ряд крупных университетов, таких, как Принстон, Гарвард, Йель, имеет инвестиционные фирмы, ассоциированные с их благотворительными фондами.

**New Enterprise Associates**

1119 St. Paul Street  
Baltimore, MD 21202  
Телефон: 410-244-0115  
Факс: 410-752-7721  
www.nea.com  
Капитал: более 3 млрд. долл.

**Noro-Moseley Partners**

9 North Parkway Square  
4200 Northside Parkway Northwest  
Atlanta, GA 30327  
Телефон: 404-233-1966  
Факс: 404-239-9280  
Капитал: примерно 100 млн. долл.

**The North Carolina Enterprise Fund, L.P.**

3600 Glenwood Avenue, Suite 107  
Raleigh, NC 27612  
Телефон: 919-781-2691  
Факс: 919-783-9195  
www.ncef.com  
Капитал: более 20 млн. долл.

**Norwest Venture Partners**

245 Lytton Avenue, Suite 250  
Palo Alto, CA 94301  
Телефон: 650-321-8000  
Факс: 650-321-8010  
www.norwestvp.com  
Капитал: более 800 млн. долл.

**Oak Investment Partners**

OneGorham Island  
Westport, CT 06880  
Телефон: 203-226-8346  
Факс: 203-227-0372  
www.oakinv.com  
Капитал: более 1,6 млрд. долл.

**Oaktree Capital Management, LLC**

550 South Hope Street, 22<sup>nd</sup> Floor  
Los Angeles, CA 90071  
Телефон: 213-694-1501  
Факс: 213-694-1594  
Капитал: примерно 8,5 млрд. долл.

**Patricof & Co. Ventures, Inc.**

445 Park Avenue  
New York, NY 10022  
Телефон: 212-753-6300  
Факс: 212-319-6155  
www.patricof.com  
Капитал: более 1 млрд. долл.  
Контактные лица: George Jenkins

**Polaris Venture Partners**

Bay Colony Corporate Center 1000 Winter  
Street, Suite 3350  
Waltham, MA 02451  
Телефон: 781-290-0770  
Факс: 781-290-0880  
www.polarisventures.com  
Капитал: более 800 млн. долл.  
Контактные лица: Alan Spoon

**Providence Equity Partners, Inc.**

50 Kennedy Plaza, 9<sup>th</sup> Floor  
Providence, RI 02903  
Телефон: 401-751-1700  
Факс: 401-751-1790  
Капитал: более 1,5 млрд. долл.  
Контактные лица: Paul Salem

**Questor**

9 W. 57<sup>th</sup> Street, 34<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10019  
Телефон: 212-297-1599  
Факс: 212-297-1588  
Капитал: более 1 млрд. долл.  
Контактные лица: Henry Drucker

Фирма специализируется на инвестировании выкупов, при которых проводится радикальное изменение стратегии выкупаемой фирмы.

**Redpoint Ventures**

3000 Sand Hill Road, Suite 290  
Menlo Park, CA 94025  
Телефон: 650-926-5600  
Факс: 650-854-5762  
www.redpointventures.com  
Капитал: более 800 млн. долл.  
Контактные лица: John Walecka

**Riggs Capital Partners**

800 17<sup>th</sup> Street N.W.  
Washington, DC 20006  
Телефон: 202-835-5075  
Факс: 202-835-5506  
www.riggsbank.com  
Капитал: более 100 млн. долл.  
Контактные лица: Carter Beese

**Riordan, Lewis and Haden**

300 South Grand Avenue, 29<sup>th</sup> Floor  
Los Angeles, CA 90071  
Телефон: 213-229-8500  
Факс: 213-229-8597  
Капитал: примерно 150 млн. долл.

**RRE Investors**

126 East 56<sup>th</sup> Street  
New York, NY 10022  
Телефон: 212-418-5110  
www.rre.com  
Капитал: более 250 млн. долл.

**Saugatuck Capital Company**

One Canterbury Green  
Stamford, CT 06901  
Телефон: 203-348-6669  
Факс: 203-324-6995  
www.saugatuckcapital.com  
Капитал: более 90 млн. долл.

**Saunders Karp & Meguire**

667 Madison Avenue  
New York, NY 10021  
Телефон: 212-303-6600  
Факс: 212-755-1624  
www.skmequity.com  
Капитал: примерно 500 млн. долл.

**Schroder Ventures**

787 Seventh Avenue  
New York, NY 10019  
Телефон: 212-735-0700  
Факс: 212-735-0711  
Капитал: примерно 1,7 млрд. долл.

**Sevin Rosen Funds**

Two Galleria Tower  
13455 Noel Road, Suite 1670, LB 24  
Dallas, TX 75240  
Телефон: 972-702-1100  
Факс: 972-702-1103  
www.srfunds.com  
Капитал: более 500 млн. долл.

**Sierra Ventures**

3000 Sand Hill Road  
Building 4, 210  
Menlo Park, CA 94025  
Телефон: 650-854-1000  
Факс: 650-854-5593  
www.sierraven.com  
Капитал: более 600 млн. долл.

**SOFTBANK Technology Ventures**

333 W. San Carlos Street, Suite 1225  
San Jose, CA 95110  
Телефон: 408-271-2265  
Факс: 408-271-2270  
www.sbv.com  
Капитал: более 500 млн. долл.

**South Atlantic Venture Funds**

614 West Bay Street  
Tampa, FL 33606-2704  
Телефон: 813-253-2500  
Факс: 813-253-2360  
www.southatlantic.com  
Капитал: более 70 млн. долл.

**Sprout Group**

277 Park Avenue, 21<sup>st</sup> Floor  
New York, NY 10172  
Телефон: 212-892-3600  
Факс: 212-892-3444  
www.sproutgroup.com  
Капитал: более 2 млрд. долл.  
Эта венчурная фирма — филиал инвестиционного банка Donaldson, Lufkin & Jenrette.

**Sterling Venture Partners**

111 S. Calvert Street, Suite 2810  
Baltimore, MD 21202  
Телефон: 410-347-2905  
Факс: 410-347-3140  
www.sterlingcap.com  
Капитал: более 50 млн. долл.

**Stonington Partners, Inc.**

767 Fifth Avenue, 48<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10153  
Телефон: 212-339-8500  
Факс: 212-339-8585  
www.stonington.com  
Капитал: примерно 20 млрд. долл.

**St. Paul Venture Capital**

10400 Viking Drive, Suite 550  
Eden Prairie, MN 55344  
Телефон: 612-995-7474  
Факс: 612-995-7475  
www.stpaulvc.com  
Капитал: более 800 млн. долл.

**Summit Partners**

600 Atlantic Avenue, 28<sup>th</sup> Floor  
Boston, MA 02210  
Телефон: 617-824-1000  
Факс: 617-824-1100  
www.summitpartners.com  
Капитал: более 4 млрд. долл.  
Контактные лица: Marty Mannion

**Sutter Hill Ventures**

755 Page Mill Road, Suite A-200

Palo Alto, CA 94304

Телефон: 650-493-5600

Факс: 650-858-1854

www.shv.com

Капитал: более 400 млн. долл.

**TA Associates, Inc.**

High Street Tower, Suite 2500

125 High Street

Boston, MA 02110

Телефон: 617-574-6700

Факс: 617-574-6728

www.ta.com

Капитал: более 2,5 млрд. долл.

**TCW/Crescent Mezzanine, LLC**

11100 Santa Monica Boulevard, Suite 2000

Los Angeles, CA 90025

Телефон: 310-235-5900

Факс: 310-235-5967

**Texas-Pacific Group**

201 Main Street, Suite 2420

Fort Worth, TX 76102

Телефон: 817-871-4000

Факс: 817-871-4010

www.texpac.com

Капитал: более 7 млрд. долл.

Контактные лица: David Benderman, Jim Coulter, Kelvin Davis

Быстрорастущая инвестиционная фирма, специализирующаяся на инвестициях в технологические компании и компании, развивающиеся в «противоположном» рыночным тенденциям направлении (contrarian strategy investment).

**Thayer Capital Partners**

1455 Pennsylvania Avenue N.W. Suite 350

Washington, DC 20004

Телефон: 202-371-0150

Факс: 202-371-0391

www.thayercapital.com

Капитал: более 1,2 млрд. долл.

Контактные лица: Barry Johnson, Rick Rickertsen

Фирма специализируется на выкупах компаний менеджерами, а также на инвестировании в быстрорастущие акционерные компании в сфере информационно-технологических услуг, производства электроники и обслуживания бизнеса.

**Thoma Cressey Equity Partners**

233 South Wacker Drive, Suite 4460

Chicago, IL 60606

Телефон: 312-777-4444

Факс: 312-777-4445

www.tc.nu

Капитал: более 450 млн. долл.

**Three Cities Research, Inc.**

650 Madison Avenue, 24<sup>th</sup> Floor

New York, NY 10022

Телефон: 212-838-9660

Факс: 212-980-1142

www.tcr-ny.com

Капитал: более 440 млн. долл.

**Trident Capital**

2480 Sand Hill Road, Suite 100

Menlo Park, CA 94025

Телефон: 650-233-4300

Факс: 650-233-4333

www.tridentcap.com

Капитал: более 400 млн. долл.

Контактные лица: Don Dixon

**U.S. Venture Partners**

2180 Sand Hill Road, Suite 300  
Menlo Park, CA 94025  
Телефон: 650-854-9080  
Факс: 650-854-3018  
www.usvp.com  
Капитал: более 700 млн. долл.

**Venrock Associates**

30 Rockefeller Plaza, Room 5508  
New York, NY 10112  
Телефон: 212-649-5600  
Факс: 212-649-5788  
www.venrock.com  
Капитал: более 500 млн. долл.

**Vestar Capital Partners**

245 Park Avenue, 41<sup>st</sup> Floor  
New York, NY 10067-4098  
Телефон: 212-351-1600  
Факс: 212-808-4922  
www.vestarcap.com  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**Wakefield Croup**

1110 East Morehead Street P.O.  
Box 36329  
Charlotte, NC 28236  
Телефон: 704-372-0355  
Факс: 704-372-8216  
www.wakefieldgroup.com

**Weiss, Peck & Creer Venture Partners**

555 California Street, Suite 3130  
San Francisco, CA 94104  
Телефон: 415-622-6864  
Факс: 415-989-5108  
WPCVP.com  
Капитал: более 700 млн. долл.

**Welsh, Carson, Anderson & Stowe**

320 Park Avenue, 25<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10022  
Телефон: 212-893-9500  
Факс: 212-893-9575  
www.welshcarson.com  
Капитал: более 7 млрд. долл.  
Контактные лица: Russ Carson

Инвестор, давно работающий в сфере информационных технологий и в области здравоохранения.

**Wellspring Associates, LLC**

620 Fifth Avenue, Suite 216  
New York, NY 10020-1579  
Телефон: 212-332-7555  
Факс: 212-332-7575

**Weston Presidio Capital**

One Federal Street, 21<sup>st</sup> Floor  
Boston, MA 02110  
Телефон: 617-988-2500  
Факс: 617-988-2515  
www.westonpresidio.com  
Капитал: более 900 млн. долл.

**Willis Stein & Partners, LLC**

227 West Monroe Street, Suite 4300  
Chicago, IL 60606  
Телефон: 312-422-2400  
Факс: 312-422-2418  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**Фонды прямых инвестиций: Европа****Abingworth Management Limited**

Princess House  
38 Jermyn Street  
London SW1Y6DN  
United Kingdom  
Телефон: 44-020-7534-1500  
Факс: 44-020-7287-0480  
www.abingworth.com  
Капитал: примерно 100 фунтов стерлингов

**ABN AMRO Corporate Investments**

Foppingadreef 22 (AA 3240)  
P.O. Box 283  
1000 EA Amsterdam  
Netherlands  
Телефон: 31-20-628-0732  
Факс: 31-20-628-7822  
www.abnamro.nl  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**Abtrust Fund Managers Limited**

One Albyn Place  
Aberdeen AB10 1YG  
United Kingdom  
Телефон: 44-1224-631999  
Факс: 44-1224-647010  
Капитал: примерно 60 млн. фунтов стерлингов

**A.C.T. Venture Capital Limited**

The Merrion Business Centre  
58 Howard Street  
Belfast BT1 6PJ  
United Kingdom  
Телефон: 44-1232-247266  
Факс: 44-1232-247372  
Капитал: примерно 75 млн. фунтов стерлингов

**Advent Venture Partners**

25 Buckingham Gate  
London SW1E 6LD  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-630-9811  
Факс: 44-171-828-1474  
E-mail: info@advent.ventures.com  
Капитал: примерно 250 млн. долл.

**Allianz Capital Partners GmbH**

Theresienstrafle 1-5  
80333 Munich  
Germany  
Телефон: 49-89-3800-7582  
Факс: 49-89-3800-7586  
E-mail: margit.kaserer@allianz.de  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**Alpha Group**

89 rue Taitbout  
75009 Paris  
France  
Телефон: 33-1-5321-8888  
Факс: 33-1-4016-4323  
Капитал: более 550 млн. евро

**Alpinvest Holding NV**

3 Postbus 5073  
1410 ABNaarden  
Netherlands  
Телефон: 31-35-695-2600  
Факс: 31-35-694-7525  
www.alpinvest.com  
Капитал: более 750 млн. евро

**Apax Partners and Co. Ventures Ltd.**

15 Portland Place  
London W1 N 3AA  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-872-6300  
Факс: 44-171-636-6475  
www.apax.com  
Капитал: более 300 млн. долл.

**Apax Partners et Cie.**

45 Avenue Kleber  
75784 Paris Cedex 16  
France  
Телефон: 33-1-6365-0100  
Факс: 33-1-5365-0101/06  
www.apax.com

**AXA Asset Management Gestion**

58 Avenue de La Gramdearmee  
75017 Paris  
France  
Телефон: 33-1-5537-5000  
Факс: 33-1-5537-5501  
Капитал: более 500 млн. франков

**Banexi Ventures Partners**

12 rue Chauchat  
75009 Paris  
France  
Телефон: 33-1-4014-2663  
Факс: 33-1-4014-3896  
www.banexiventurej.com  
Капитал: более 400 млн. франков

**Barclays Acquisition Finance**

Barclays Bank pic 54, Lombard Street  
London EC3P 3AH  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-699-3186  
Факс: 44-171-699-2770

**Baring Venture Partners Ltd.**

33 Cavendish Square  
London W1M 0BQ  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-290-5000  
Факс: 44-171-290-5020  
www.bpep.com  
Капитал: более 285 млн. фунтов стерлингов

**BC Partners**

185 Piccadilly London W1V9FN  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-408-1282  
Факс: 44-171-493-1368  
www.bcpartners.com  
Капитал: более 1 млрд. долл.

**BNP Private Equity**

12 rue Chauchat  
75009 Paris  
France  
Телефон: 33-1-6016-8600  
Факс: 33-1-6016-6960  
E-mail: bnppeinfo@bnpgroup.com  
Капитал: более 4 млрд. франков

**Candover**

20 Old Bailey  
London EC4M 7LN  
United Kingdom  
Телефон: 44-20-7489-9848  
Факс: 44-20-7248-5483  
www.candover.com  
Капитал: примерно 850 млн. фунтов стерлингов

**Capital for Companies**

Quayside House  
Canal Wharf  
Leeds LS11 5PU  
United Kingdom  
Телефон: 44-113-243-8043  
Факс: 44-113-245-1777  
www.cfc.vct.co.uk  
Капитал: примерно 22 млн. фунтов стерлингов



**Cinven Limited**

Pinnars Hall  
105-108 Old Broad Street  
London EC2N 1 EH  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-661-3333  
Факс: 44-171-256-2225  
www.cinven.com  
Капитал: более 2,5 млрд. долл.

**Commerz Beteiligungsgesellschaft mbH**

Kaiserstrasse 16  
D-60311 Frankfurt am Main  
Germany  
Телефон: 49-69-136-29682  
Факс: 49-69-136-29876  
www.obg.commerzbank.de

**Copernicus Capital Management**

u. Krak. Przedmiescie 79, 2<sup>nd</sup> Floor  
00079 Warsaw  
Poland  
Телефон: 48-22-268580  
Факс: 48-22-254462  
E-mail: 100710.1515@compuserve  
Капитал: примерно 25 млн. долл.

**Credit Agricole Indosuez**

122 Leadenhall Street  
London EC3V 4QH  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-971-4454/4405  
Факс: 44-171-628-4362  
E-mail: mary.clippingdale@indosuez.co.uk  
Капитал: примерно 30 млн. фунтов стерлингов

**CVC Capital Partners Ltd.**

Huson House  
8-10 Tavistock Street  
London WC2E 7PP  
United Kingdom  
Телефон: 44-020-7420-4200  
Факс: 44-020-7420-4231  
www.cvceurope.com  
Капитал: примерно 2,5 млрд. долл.

**DLJ Phoenix Private Equity Limited**

99 Bishopsgate  
London EC2M 3AF  
United Kingdom  
Телефон: 44-207-655-7600  
Факс: 44-207-655-7683  
E-mail: dljppe@dlj.com  
Капитал: примерно 350 млн. фунтов стерлингов

**Elderstreet Investments Ltd.**

32 Bedford Row  
London EC1N4HE  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-831-5088  
Факс: 44-171-831-5099  
www.elderstreet.com  
Капитал: 40 млн. фунтов стерлингов

**Euroventures France**

27 rue de la Ville l'Evque  
75008 Paris  
France  
Телефон: 33-1-4007-0518  
Факс: 33-1-4924-9972  
Капитал: примерно 240 млн. франков

**Excel Partners**

Claudio Coelle 78  
28001 Madrid  
Spain  
Телефон: 34-1-578-3676  
Факс: 34-1-431-9303  
www.excelpartners.com  
Капитал: примерно 100 млн. долл.

**Four Seasons Venture Capital AB**

Sveavagen 17  
P.O. Box 1415  
11184 Stockholm  
Sweden  
Телефон: 46-8-15420  
Факс: 46-8-216995  
www.fourseasons.se  
Капитал: примерно 475 млн. шведских  
крон

**Gemini Capital Fund Management Ltd.**

Maskit Street  
P.O. Box 12548  
Industrial Zone  
Herzliya 46733  
Israel  
Телефон: 972-9-958-3596  
Факс: 972-9-958-4842  
Капитал: примерно 25 млн. долл.

**Glaxo Wellcome plc.**

Glaxo Wellcome House, Berkeley Avenue  
Greenford  
Middlesex WB6 ONN  
United Kingdom  
Телефон: 44-0207-493-4060  
Факс: 44-0208-966-8330  
www.glaxowellcome.co.uk  
Капитал: примерно 1,4 млрд. долл.

**Goldman Sachs International**

Peterborough Court  
133 Fleet Street  
London EC4A 2BB  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-774-1000  
Факс: 44-171-774-4123  
www.gs.com  
Капитал: примерно 1 млрд. фунтов стер-  
лингов

**H.S.B.C. Ventures UK Limited**

H.S.B.C. Bank plc, 2<sup>nd</sup> Floor  
27-32 Poultry  
London EC2P 2BX  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-260-7935  
Факс: 44-171-260-6767  
Капитал: примерно 25 млн. фунтов стер-  
лингов

**Hannover Finanz GmbH**

Gunther Wagner Allee 13  
30177 Hanover  
Germany  
Телефон: 49-511-280-070  
Факс: 49-511-280-0737  
www.hannoverfinanz.de  
Капитал: примерно 730 млн. немецких  
марок

**HSBC Private Equity**

Vintner's Place  
68 Upper Thames Street  
London EC4V 3BJ  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-336-9955  
Факс: 44-171-336-9961  
Капитал: примерно 1,1 млрд. фунтов стер-  
лингов

**Innoventure Equity Partners AC**

Gerbergasse 5  
8023 Zurich  
Switzerland  
Телефон: 41-1-211-4171  
Факс: 41-1-211-4230  
www.innoventure.ch

**Kleinwort Benson Development Capital Limited**

P.O. Box 18075  
Riverbank House  
2 Swan Lane  
London EC4R 3UX  
United Kingdom  
Телефон: 44-020-7623-8000  
Факс: 44-020-7626-8616  
www.drkbpe.com  
Капитал: примерно 180 млн. евро

**Kreditanstalt Für Wiederaufbau (KfW)**

Palmengartenstrasse 5-9  
60325 Frankfurt am Main  
Germany  
Телефон: 49-69-74310  
Факс: 49-69-7431-2944  
Капитал: примерно 1,13 млрд. немецких марок

**LBO France**

1 rue François 1<sup>er</sup>  
75008 Paris  
France  
Телефон: 33-1-4235-0021  
Факс: 33-1-4561-0064

**Mercury Private Equity**

33 King William Street  
London EC4R 9AS  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-280-2800  
Факс: 44-171-203-5833  
Капитал: примерно 600 млн. фунтов стерлингов

**Murray Johnstone Private Equity Limited**

7 West Nile Street  
Glasgow G1 2PX  
United Kingdom  
Телефон: 44-141-226-3131  
Факс: 44-141-248-5636  
www.murrayj.com  
Капитал: примерно 300 млн. фунтов стерлингов

**Nash, Sells and Partners Limited**

25 Buckingham Gate  
London SW1E 6LD  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-828-6944  
Факс: 44-171-828-9958  
www.nashsells.co.uk  
Капитал: примерно 100 млн. фунтов стерлингов

**Natwest Acquisition Finance**

38 Bishopsgate  
London EC2N 4DP  
United Kingdom  
Телефон: 44-020-7665-6000  
Факс: 44-020-7665-6101  
www.nwacqfin.com  
Капитал: примерно 2 млрд. фунтов стерлингов

**Nordic Capital**

Stureplan 4 A  
SE-11435 Stockholm  
Sweden  
Телефон: 46-8-440-5050  
Факс: 46-8-611-7998  
www.nordiccapital.se  
Капитал: примерно 3,2 млрд. шведских крон

**Northern Venture Managers Limited**

Northumberland House  
Princess Square  
Newcastle Upon Tyne NE1 8ER  
United Kingdom  
Телефон: 44-191-232-7068  
Факс: 44-191-232-4070  
Капитал: примерно 35 млн. фунтов стерлингов

**NSM Finances SA**

Avenue Hoche 75008  
Paris  
France  
Телефон: 33-1-4766-6609  
Факс: 33-1-4888-5348  
Капитал: примерно 550 млн. франков

**Pantheon Ventures Limited**

43-44 Albermarle Street  
London W1X 3 FE  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-493-5685  
Факс: 44-171-629-0844  
Капитал: примерно 500 млн. фунтов стерлингов

**Proven Private Equity**

42 Craven Street  
London WC2N 5NG  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-451-6500  
Факс: 44-171-839-8349  
E-mail: info@proven.co.uk  
Капитал: примерно 70 млн. фунтов стерлингов

**Royal Bank of Scotland Leveraged Finance**

138-142 Holburn  
London EC1N 2TH  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-427-8304  
Факс: 44-171-427-8473

**Siparex Group**

139 rue Vendme  
69477 Lyon Cedex 06  
France  
Телефон: 33-04-7283-2323  
Факс: 33-04-7283-2300  
www.siparex.com  
Капитал: примерно 453 млн. евро (управляемый капитал)

**Skandia Investment**

Box 5295  
10246 Stockholm  
Sweden  
Телефон: 46-8-788-1030  
Факс: 46-8-203-566  
www.skandia.se/ski  
Капитал: примерно 1,6 млн. шведских крон

**Sofinnova Partners SA**

17 rue de Surene  
75008 Paris  
France  
Телефон: 33-1-53-054100  
Факс: 33-1-53-064129  
www.sofinnova.fr  
Капитал: примерно 250 млн. долл.

**Swedfund International A**

P.O. Box 3286  
SE-10365 Stockholm  
Sweden  
Телефон: 46-8-725-9400  
Факс: 46-8-203-093  
www.swedfund.se  
Капитал: примерно 600 млн. шведских крон

**3i Croup pk**

91 Waterloo Road, London SE18XP  
United Kingdom  
Телефон: 44-171-928-3131  
Факс: 44-171-928-0058  
Капитал: более 3 млрд. долл.

## Приложение J:

### Список источников долгового финансирования

#### Коммерческие банки и крупные кредиторы

В списке, приведенном ниже, представлена лишь небольшая часть кредиторов, которые поддерживают выкуп компаний менеджерами. В первую очередь обратитесь в самый крупный местный банк и узнайте, поддерживают ли они подобные транзакции. При подготовке сделки вы, наверное, сначала захотите определить вашего партнера-инвестора в акционерный капитал, но вполне можете одновременно обратиться и к вашему партнеру по выкупу, и в банк. Как я уже упоминал, во многих случаях в крупных банках есть отделы по прямым инвестициям, которые предоставляют кредиты акционерным фирмам, поэтому может случиться так, что вы найдете весь капитал для вашей сделки в одном и том же банке.

**ABN AMRO Bank N.V.**

135 South LaSalle Street, Suite 725  
Chicago, IL 60674-9135  
Телефон: 312-904-2051  
Факс: 312-904-4456

**American Capital Strategies, Ltd.**

Three Bethesda Metro Center, Suite 860  
Bethesda, MD 20814  
Телефон: 301-951-6122  
Факс: 301-654-6714  
[www.american-capital.com](http://www.american-capital.com)

**Antares Capital Corporation**

311 South Wacker Drive, Suite 275  
Chicago, IL 60606  
Телефон: 312-697-3999  
Факс: 312-697-3998  
E-mail: [antareslev@msc.com](mailto:antareslev@msc.com)

**AT&T Capital Corporation**

44 Whippany Road Morristown,  
Nj 07962  
Телефон: 973-397-4304  
Факс: 973-397-4368

**BancBoston Securities, Inc.**

Corporate Finance Department Mail  
Stop 01-09-03  
100 Federal Street  
Boston, MA 02110  
Телефон: 617-434-2200

**Banc One Capital Markets**

120 South LaSalle Street  
Chicago, IL 60603  
Телефон: 312-661-5211  
Факс: 312-661-7352

**Bankamerica Business Credit, Inc.**

231 South LaSalle Street, 16<sup>th</sup> Floor  
Chicago, IL 60697  
Телефон: 312-974-2400  
Факс: 312-974-8744

**Bank of America**

555 South Flower Street  
Department 3283, 11<sup>th</sup> Floor  
Los Angeles, CA 90071  
Телефон: 213-228-2694  
Факс: 213-228-2641

**Banque Paribas Merchant Banking Group**

787 Seventh Avenue  
New York, NY 10019-6016  
Телефон: 212-841-2115  
Факс: 212-841-2363

**Business Capital Group, Inc.**

3503 N.W. 63<sup>rd</sup> Street, Suite 600  
Oklahoma City,  
OK 73116  
Телефон: 405-842-1010  
Факс: 405-842-9981

**CIGNA Investments, Inc.**

Leveraged Investments  
S-307  
900 Cottage Grove Road  
Hartford, CT 06152-2307  
Телефон: 860-726-4077  
Факс: 860-726-7203

**The CIT Group/Business Credit, Inc.**

1211 Avenue of the Americas  
New York, NY 10036  
Телефон: 212-536-1296  
Факс: 212-536-1293  
[www.citgroup.com](http://www.citgroup.com)

**CITICORP Securities, Inc.**

399 Park Avenue, 6<sup>th</sup> Floor, Zone 4  
New York, NY 10022  
Телефон: 212-559-3540  
Факс: 212-793-1290

**Citizens Business Credit Corporation**

Citizens Bank Building  
28 State Street  
Boston, MA 02109  
Телефон: 617-725-5830  
Факс: 617-725-5827

**Congress Financial Corporation**

1133 Avenue of the Americas  
New York, NY 10036  
Телефон: 212-840-2000  
Факс: 212-545-4555

**Credit Lyonnais Leveraged and Financial Sponsor Group**

1301 Avenue of the Americas  
New York, NY 10019  
Телефон: 212-261-7871  
Факс: 212-459-3176

**Deutsche Bane Alex. Brown, Inc.**

130 Liberty Street, 30<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10006  
Телефон: 212-250-7179  
Факс: 212-250-7200

**Fleet Capital Corporation**

200 Glastonbury Boulevard  
Glastonbury, CT 06033  
Телефон: 860-659-3200  
Факс: 860-657-7768  
[www.fleetcapital.com](http://www.fleetcapital.com)

**Foothill Capital Corporation**

11111 Santa Monica Boulevard, Suite 1500  
Los Angeles, CA 90025-3333  
Телефон: 310-996-7000  
Факс: 310-478-4860

**Fremont Financial Corporation**

2020 Santa Monica Boulevard, Suite 600  
Santa Monica, CA 90404-2023  
Телефон: 310-315-5550  
Факс: 310-315-5561

**The Fuji Bank, Limited**

2 World Trade Center  
New York, NY 10088  
Телефон: 212-898-2051

**GE Capital Commercial Finance**

201 High Ridge Road  
Stamford, CT 06927-5100  
Телефон: 203-316-7500  
Факс: 203-316-7815  
www.gecommercialfinance.com

**Heller Financial Inc., Corporate Finance Group**

500 West Monroe Street  
Chicago, IL 60661  
Телефон: 312-441-6878  
Факс: 312-441-7367  
www.hellerfin.com

**HSBC Securities, Inc.**

140 Broadway, 5<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10005-1185  
Телефон: 212-658-2751  
Факс: 212-658-2587

**Indosuez Capital**

1211 Avenue of the Americas, 7<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10036  
Телефон: 212-278-2222  
Факс: 212-278-2203

**LaSalle Business Credit, Inc.**

135 South LaSalle Street, Suite 400  
Chicago, IL 60603  
Телефон: 312-904-7410  
Факс: 312-904-7425

**Legg Mason Wood Walker, Inc.**

100 Light Street  
Baltimore, MD 21202  
Телефон: 410-539-0000  
Факс: 410-539-4508

**Massachusetts Mutual Life Insurance Company**

1295 State Street  
Springfield, MA 01111  
Телефон: 413-744-6089  
Факс: 413-744-6127

**Mellon Business Credit**

Mellon Bank Center  
1735 Market Street, 6<sup>th</sup> Floor  
Philadelphia, PA 19103  
Телефон: 215-553-2162  
Факс: 215-553-0201

**Mercantile Business Credit, Inc.**

100 South Brentwood Boulevard, Suite 500  
St. Louis, MO 63105  
Телефон: 314-579-8500  
Факс: 314-579-8501

**Nationsbanc Montgomery Securities, Inc.**

600 Montgomery Street  
San Francisco, CA 94111  
Телефон: 415-627-2000  
Факс: 415-913-5704

**Nations Bank Capital Markets, Inc.**

Leveraged Finance Group 800 Market Street  
St. Louis, MO 63101  
Телефон: 314-466-6000  
Факс: 314-466-6645

**Newcourt Capital**

2 Gatehall Drive  
Parsippany, NY 07054  
Телефон: 973-355-7625

**New York Life Insurance Company**

51 Madison Avenue, Room 203  
New York, NY 10010  
Телефон: 212-576-6525

**PNC Business Credit**

70 East 52<sup>nd</sup> Street, 25<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10022  
Телефон: 212-223-3626  
Факс: 212-223-6780

**Sanwa Business Credit Corporation**

500 Glenpointe Centre West, 4<sup>th</sup> Floor  
Teaneck, NJ 07666-6802  
Телефон: 201-836-4006  
Факс: 201-836-4744

**Société Générale**

1221 Avenue of the Americas, 8<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10020  
Телефон: 212-278-6000  
Факс: 212-278-6178

**State Street Bank & Trust Company**

3414 Peachtree Road, N.E., Suite 1010  
Atlanta, GA 30326  
Телефон: 404-364-9500  
Факс: 404-261-4469

**Summit Private Capital Group**

11 Minuteman Court  
Basking Ridge, NJ 07920  
Телефон: 908-781-2545  
Факс: 908-781-2646  
E-mail: spcg1@aol.com

**SunAmerica Corporate Finance**

One SunAmerica Center, 38<sup>th</sup> Floor  
Los Angeles, CA 90067  
Телефон: 310-772-6300  
Факс: 310-772-6078

**Transamerica Business Credit Corporation**

9399 West Higgins Road, Suite 600  
Rosemont, IL 60018  
Телефон: 847-685-1102  
Факс: 847-685-1143

**Travelers Insurance Company**

One Tower Square  
Hartford, CT 06183-2030  
Телефон: 860-277-3992  
Факс: 860-954-3730

**Union Bank of California, N.A.**

70 South Lake Avenue, Suite 900  
Pasadena, CA 91101  
Телефон: 626-304-1855  
Факс: 626-304-1845



## Приложение К.

### Финансовая модель — детальный анализ

В этом приложении представлен более детальный анализ основных параметров финансовой модели, описанной в главе 8 (см. табл. 8.1). Каждая из представленных ниже таблиц сводных балансовых отчетов позволяет определить итоговые показатели, которые затем можно использовать для определения норм доходности для каждого инвестора, характеристик эффективности, денежных потоков, финансовых коэффициентов и других ключевых статистических параметров. Вы убедитесь в том, что они представляют интерес для анализа. Вам же я рекомендую иметь модель, отражающую характеристики *вашего* конкретного бизнеса. Все компании отличаются друг от друга и имеют разные показатели, поэтому ваша модель должна отражать показатели, значимые именно для вас.

Работа с моделью не должна вызывать затруднений, вам просто необходимо ввести в нее ваши исходные данные. Рассматриваемая модель базируется на такой ключевой информации, как покупная цена, источники финансирования, базовый отчет о прибылях и убытках и баланс, включающий параметры, характерные для этой компании. В предлагаемом вам приложении представлены сводные данные для компании Techway, которая выбрана нами в качестве примера.

Сводный отчет отражает все ключевые параметры и дает картину сделки в целом, показывая, будет данная транзакция успешной или нет.

Таблица, содержащая анализ доходности, — это детальное исследование доходности акционерного капитала и ее чувствительности к сроку выхода — на 3-й, 4-й и 5-й год.

В Сводном отчете о прибылях и убытках, содержащем прогнозные оценки доходов за 10 лет, ключевые допущения практически определяют цифры, представленные в таблице «Допущения по основным финансовым параметрам». В ней отражены все основные значения прибыли, что позволяет оценить результаты при различных уровнях этого показателя.

Две таблицы — «Бухгалтерский баланс» и «Допущения, использованные в бухгалтерском балансе» — неразрывно связаны между собой. Первая детализирует статьи баланса, а вторая представляет допущения, на основе которых этот баланс построен. Допущения, использованные в балансе, играют исключительно важную роль, которая часто недооценивается при анализе сделки. Но очень важно понимать, что если компания растет, то растут и статьи ее баланса (такие, как дебиторская задолженность и товарно-материальные запасы), и этот рост *связан с использованием денежных средств*.

Такие денежные потоки используются совершенно реально, уменьшая возможности для погашения задолженности. Как мы уже подчеркивали,

когда вы собираетесь купить компанию, тщательно проанализируйте ее бухгалтерский баланс и тенденции изменения его показателей за несколько лет, поскольку владельцы нередко стремятся максимально использовать свободные денежные средства накануне продажи, оставляя покупателя с недофинансированным балансом. Чтобы этого избежать, вам следует при заключении сделки с продавцом специально оговорить, что состояние баланса должно сохраняться на обычном допродажном уровне. Кроме того, в ряде случаев покупатель может использовать находящиеся на балансе активы с большей эффективностью, например за счет контроля товарных запасов или более строгого управления дебиторской или кредиторской задолженностью. Это позволит генерировать значительный поток наличности для погашения долга и увеличения доходов.

Анализ бухгалтерских допущений включает ряд других ключевых элементов, таких, как коэффициент долгового покрытия, и, что очень важно, — ваши ежегодные капитальные затраты. Последние необходимы для технического обслуживания и ремонта оборудования и для обеспечения роста бизнеса. Если вы готовите сделку, эта статья баланса требует особенно тщательного изучения. Инвестиционные банкиры так же, как и покупатели, обычно сосредоточивают внимание только на показателе EBITDA (прибыль до уплаты процентов, налогов, начислений на износ и амортизации). Но этот мультипликатор не дает вам полной картины, поскольку он не учитывает капитальных затрат. Поэтому вам следует повнимательнее посмотреть на EBITDA за вычетом капитальных затрат, поскольку именно этот показатель отражает создаваемые компанией реальные денежные потоки, за которые вы платите. Здесь снова будьте внимательны, поскольку продавцы компаний часто не производят необходимых капиталовложений, не желая тратить деньги, поскольку они знают, что компания будет продана. В результате после совершения сделки о ее покупке капитальные затраты могут потребоваться в большем объеме.

Следующий раздел — «Отчет о движении денежных средств» — важен потому, что денежные средства — основа любой сделки. В этой таблице представлены денежные потоки, в основе оценки которых лежат все ранее сделанные допущения. Эти данные показывают, сколько денежных средств вам предстоит заплатить для погашения долга за предыдущие годы. Наконец, последний раздел, «Допущения по финансированию», позволяет вам подробно изучить все долговые инструменты. По этой таблице вы можете постатейно определить все требуемые платежи, связанные с погашением долга, чтобы убедиться, что в состоянии их осуществить.

Как вы смогли убедиться, данная модель является ключевым инструментом при проведении анализа изменения финансовых показателей в ходе сделки. Существуют разные версии модели, разработанные для различных

типов компаний. При условии корректировки ключевых параметров, меняющихся в ходе сделки, вы сможете отслеживать ваши потенциальные доходы, выявлять узкие места и устанавливать для себя ограничения при ведении переговоров.

## Финансовая модель сделки с Teschway (базовый вариант)

### А: Источники и использование финансирования

| Источники финансирования                    | Итого<br>(млн. долл.) | Процентная<br>ставка (%) | Использование<br>финансовых средств               |
|---|-----------------------|--------------------------|---|
| Денежные средства из бухгалтерского баланса | 0                     |                          | Итого (млн. долл.)                                |
| Новый возобновляемый кредит                 | 13,25                 | 0,09                     | Выплаты денежным<br>средств владельцам 95         |
| Новый старший срочный кредит А              | 40                    | 0,09                     | Акционерная собственность<br>средств владельцам 5 |
| Новый старший срочный кредит В              | 0                     | 0                        | Векселя владельцам 0                              |
| Новый старший срочный кредит С              | 0                     | 0                        | Денежные средства сверх лимита 0                  |
| Новый младший долг                          | 0                     | 0,12                     | Стоимость для владельцев 100                      |
| Векселя продавцам                           | 0                     | 0,12                     | Стоимость для владельцев 0                        |
| Новые привилегированные акции, (РПК*)       | 46                    | 0,15                     | Новые поступления<br>денежных средств 0           |
| Перевод (роллвер) акций продавцам (а)       | 0,4                   | 0                        | Расходы покупателя 3,25                           |
| Новые обыкновенные акции (а)                | 3,6                   |                          | 103,3   |

(а) Часть прежних акций преобразуется в новые привилегированные акции.

\* РПК (payment in kind) — платеж натурой: оплата товарами и услугами (в отличие от оплаты деньгами).

### В: Прогнозируемая структура капитала

| Прогнозируемая<br>структура капитала              | На основе<br>рыночной<br>стоимости<br>(млн. долл.) | Календарный<br>1998 г.<br>x EBITDA | Финансовый<br>1999 г.<br>x EBITDA |
|---|--|------------------------------------|-----------------------------------|
| Возобновляемый кредит                             | 13,25  | 12,8%                              | 0,8                               |
| Новый старший срочный заем А                      | 40   | 38,7%                              | 2,3                               |
| Новый старший срочный заем В                      | 0  | 0,0%                               | 0,0                               |
| Новый старший срочный заем С                      | 0  | 0,0%                               | 0,0                               |
| Новый младший долг                                | 0  | 0,0%                               | 0,0                               |
| Общая задолженность                               | 53,25  | 51,0%                              | 3,1                               |
| Векселя продавцам                                 | 0  | 0,0%                               | 0,0                               |
| Привилегированные акции (РПК)                     | 46   | 44,6%                              | 2,7                               |
| Перевод (роллвер) акций                           | 0,4  | 0,4%                               | 0,0                               |
| Обыкновенные акции                                | 3,6  | 3,5%                               | 0,2                               |
| Совокупный собственный капитал                    | 50   | 48,4%                              | 2,9                               |
| Совокупный капитал<br>(включая денежные средства) | 103,25   | 100,0%                             | 6,1                               |

### С: Акционерная собственность

| Владение акционерным капиталом               | Акции        |                   | Всего  | % инвестиций |                   |
|--|--------------|-------------------|--------|--------------|-------------------|
|  | Обыкновенные | Привилегированные |        | Обыкновенные | Привилегированные |
| Перевод (роллвер) акций материнской компании | 0,4          | 4,6               | 5      | 8,5%         | 10,0%             |
| Финансовый инвестор                          | 3,6          | 41,4              | 45     | 76,5%        | 90,0%             |
| Собственность менеджеров**                   | 0,7          | 0                 | 0,7    | 15,0%        | 0,0%              |
| Младший долг                                 | 0            | 0                 | 0      | 0,0%         | 0,0%              |
| РПК Варранты                                 | 0            | 0                 | 0      | 0,0%         | 0,0%              |
| Общая собственность                          | \$4,7        | \$46,0            | \$50,7 | 100,0%       | 100,0%            |

\* Полностью разбавленная собственность (Fully — Diluted Ownership) — соотношение прав собственности при допущении, что реализованы все опционы на обыкновенные акции, варранты и конвертируемые ценные бумаги — *Прим. пер.*

| Обыкновенные | Собственность        |                              | Полностью разбавленная собственность* |
|--------------|----------------------|------------------------------|---------------------------------------|
|              | Варранты до опционов | Собственность после опционов |                                       |
| 8,5%         | 0,0%                 | 8,5%                         | 8,5%                                  |
| 76,5%        | 0,0%                 | 76,5%                        | 76,5%                                 |
| 15,0%        | 0,0%                 | 15,0%                        | 15,0%                                 |
| 0,0%         | 0,0%                 | 0,0%                         | 0,0%                                  |
| 0,0%         | 0,0%                 | 0,0%                         | 0,0%                                  |
| 100,0%       | 0,0%                 | 100,0%                       | 100,0%                                |

**D: Внутренняя норма доходности**

| Внутренняя норма доходности |  | Прирост инвестиций инвесторов |       |         |       | Оценка соинвестиций менеджеров в собственный капитал |  |         |         | Совокупный доход инвесторов |  |         |        |
|-----------------------------|--|-------------------------------|-------|---------|-------|--|--|---------|---------|-----------------------------|--|---------|--------|
| Мульти-пликатор EBITDA      |  | 3-й год                       |       | 4-й год |       | 5-й год  |  | 3-й год |         | 4-й год                     |  | 5-й год |        |
|                             |  | 36,9%                         | 31,3% | 36,7%   | 32,3% | 28,4%  |  | \$70,5  | \$88,8  | \$111,9                     |  | \$10,3  | \$12,0 |
| 6,00                        |  |                               |       |         |       |  |  | \$92,7  | \$112,3 | \$137,3                     |  | \$14,7  | \$16,7 |
| 7,00                        |  | 45,2%                         | 41,6% |         |       | 35,8%  |  | \$115,0 | \$135,9 | \$162,7                     |  | \$19,0  | \$21,3 |
| 8,00                        |  | 52,6%                         |       |         |       |  |  |         |         |                             |  | \$24,4  |        |

**E: Прогнозируемые доходы**

|   | Финансовый год, по декабрь |         |         |         |         | Календарный год |         |         |         |         | Прогноз на 12 месяцев, по декабрь |         |  |  |  |
|---|----------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|---------|---------|---------|---------|-----------------------------------|---------|--|--|--|
|   | 1996                       | 1997    | 1998    | 1999    | 2000    | 2001            | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006                              | 2007    |  |  |  |
| Чистая выручка  | \$270,5***                 | \$256,5 | \$278,0 | \$300,0 | \$325,0 | \$350,0         | \$374,5 | \$400,7 | \$428,8 | \$458,8 | \$490,9                           | \$525,3 |  |  |  |
| % роста   |                            | -5,2%   | 8,4%    | 7,9%    | 8,3%    | 7,7%            | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%                              | 7,0%    |  |  |  |
| EBITDA (до выплаты вознаграждения за услуги менеджеров) | 3,1                        | 0,0     | 17,1    | 17,5    | 24,0    | 29,3            | 31,0    | 33,4    | 36,1    | 39,2    | 43,1                              | 45,6    |  |  |  |
| % чистой выручки  | 1,1%                       | 0,0%    | 6,1%    | 5,8%    | 7,4%    | 8,4%            | 8,3%    | 8,3%    | 8,4%    | 8,5%    | 8,6%                              | 8,7%    |  |  |  |
| EBITDA (до выплаты вознаграждения за услуги менеджеров) | 0,5                        | -2,8    | 14,8    | 14,3    | 20,6    | 25,7            | 27,5    | 29,4    | 31,5    | 33,7    | 36,0                              | 38,6    |  |  |  |
| % чистой выручки  | 0,2%                       | -1,1%   | 5,3%    | 4,8%    | 6,3%    | 7,3%            | 7,3%    | 7,3%    | 7,3%    | 7,3%    | 7,3%                              | 7,3%    |  |  |  |
| Капитальные затраты                                     | 0,0                        | 1,6     | 2,3     | 4,5     | 4,5     | 2,2             | 2,3     | 2,5     | 2,6     | 2,8     | 3,0                               | 3,2     |  |  |  |
| Чистый долг   |                            |         | 53,3    | 50,8    | 46,3    | 36,0            | 24,2    | 10,6    | -5,0    | -22,8   | -43,5                             | -65,6   |  |  |  |
| Общий непогашенный долг                                 |                            |         | 53,3    | 50,8    | 46,3    | 36,0            | 24,2    | 10,6    | 0,0     | 0,0     | 0,0                               | 0,0     |  |  |  |
| EBITDA/общие процентные выплаты                         |                            |         | 3,6     | 3,6     | 5,2     | 7,0             | 9,5     | 15,3    | 37,8    |         |                                   |         |  |  |  |
| EBITDA-Кап. затраты/общие процентные выплаты            |                            |         | 3,1     | 2,7     | 4,2     | 6,5             | 8,8     | 14,1    | 35,0    |         |                                   |         |  |  |  |
| Общая задолженность/EBITDA                              |                            |         | 3,1     | 2,9     | 1,9     | 1,2             | 0,8     | 0,3     | 0,0     | 0,0     | 0,0                               | 0,0     |  |  |  |

\*\*\*Доля менеджмента в собственном капитале частично финансируется при помощи денежных средств, внесенных менеджерами, а частично — при помощи кредитов, предоставляемых компаниями. Для упрощения это не показано в источниках финансирования.

\*\*\* В млн. долл.

(см. продолжение)

## Компания Techway (базовый вариант) — Анализ выручки

| Внутренняя норма доходности: 3-й год | Мультипликатор | EBITDA | Стоимость компании | Стоимость акционерного капитала | 1999  | 2000  | 2001    | Внутренняя норма доходности (ВНД) | Мультипликатор дохода | Прирост инвестиций |
|--------------------------------------|----------------|--------|--------------------|---------------------------------|-------|-------|---------|-----------------------------------|-----------------------|--------------------|
| <b>Обыкновенные акции инвесторов</b> |                |        |                    |                                 |       |       |         |                                   |                       |                    |
|                                      | 0,37x          | \$29,1 | \$174,6            | \$68,6                          | \$0,0 | \$0,0 | \$52,5  | 144,3%                            | 14,6x                 | \$48,9             |
|                                      | 0,45x          | \$29,1 | \$203,6            | \$97,7                          | \$0,0 | \$0,0 | \$74,7  | 174,9%                            | 20,8x                 | \$71,1             |
|                                      | 0,53x          | \$29,1 | \$232,7            | \$126,8                         | \$0,0 | \$0,0 | \$97,0  | 199,8%                            | 26,9x                 | \$93,4             |
| <b>Привилегированные акции</b>       |                |        |                    |                                 |       |       |         |                                   |                       |                    |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$63,0  | 15,0%                             | 1,5x                  | \$21,6             |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$63,0  | 15,0%                             | 1,5x                  | \$21,6             |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$63,0  | 15,0%                             | 1,5x                  | \$21,6             |
| <b>Полный доход инвесторов</b>       |                |        |                    |                                 |       |       |         |                                   |                       |                    |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$115,5 | 36,9%                             | 2,6x                  | \$70,5             |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$137,7 | 45,2%                             | 3,1x                  | \$92,7             |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$160,0 | 52,6%                             | 3,6x                  | \$115,0            |

| Внутренняя норма доходности: 4-й год | Мультипликатор | EBITDA | Стоимость компании | Стоимость акционерного капитала | 1999  | 2000  | 2001  | 2002    | Внутренняя норма доходности (ВНД) | Мультипликатор дохода | Прирост инвестиций |
|--------------------------------------|----------------|--------|--------------------|---------------------------------|-------|-------|-------|---------|-----------------------------------|-----------------------|--------------------|
| <b>Обыкновенные акции инвесторов</b> |                |        |                    |                                 |       |       |       |         |                                   |                       |                    |
|                                      | 0,37x          | \$30,8 | \$184,8            | \$80,2                          | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$61,3  | 103,2%                            | 17,0x                 | \$57,7             |
|                                      | 0,45x          | \$30,8 | \$215,6            | \$111,0                         | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$84,9  | 120,4%                            | 23,6x                 | \$81,3             |
|                                      | 0,53x          | \$30,8 | \$246,4            | \$141,8                         | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$108,5 | 134,3%                            | 30,1x                 | \$104,9            |
| <b>Привилегированные акции</b>       |                |        |                    |                                 |       |       |       |         |                                   |                       |                    |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$72,4  | 15,0%                             | 17x                   | \$31,0             |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$72,4  | 15,0%                             | 17x                   | \$31,0             |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$72,4  | 15,0%                             | 17x                   | \$31,0             |
| <b>Полный доход инвесторов</b>       |                |        |                    |                                 |       |       |       |         |                                   |                       |                    |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$133,8 | 31,3%                             | 30x                   | \$88,8             |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$157,3 | 36,7%                             | 35x                   | \$112,3            |
|                                      |                |        |                    |                                 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$180,9 | 41,6%                             | 40x                   | \$135,9            |

| Внутренняя норма<br>доходности:<br>5-й год | Мульти-<br>пликатор | EBITDA | Стоимость<br>компании | Стоимость<br>акционер-<br>ного<br>капитала | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003    | Внутренняя<br>норма<br>доходности<br>(ВНД) | Мульти-Прирост<br>пликатор инвес-<br>тиций |
|--|---------------------|--------|-----------------------|--|-------|-------|-------|-------|---------|--|--|
| <b>Обыкновенные<br/>акции инвесторов</b>   |                     |        |                       |  |       |       |       |       |         |  |  |
|  | 0,37x               | \$33,2 | \$199,3               | \$96,3                                     | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$73,6  | 82,9%                                      | 20,5,x                                     |
|  | 0,45x               | \$33,2 | \$232,6               | \$129,5                                    | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$99,1  | 94,0%                                      | 27,5,x                                     |
|  | 0,53x               | \$33,2 | \$265,8               | \$162,7                                    | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$124,5 | 103,1%                                     | 34,6,x                                     |
| <b>Привилегированные<br/>акции</b>         |                     |        |                       |  |       |       |       |       |         |  |  |
|  |                     |        |                       |  | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$83,3  | 15,0%                                      | 20x  |
|  |                     |        |                       |  | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$83,3  | 15,0%                                      | 20x  |
|  |                     |        |                       |  | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$83,3  | 15,0%                                      | 20x  |
| <b>Полный доход<br/>инвесторов</b>         |                     |        |                       |  |       |       |       |       |         |  |  |
|  |                     |        |                       |  | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$156,9 | 28,4%                                      | 35x  |
|  |                     |        |                       |  | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$182,3 | 32,3%                                      | 41x  |
|  |                     |        |                       |  | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$207,7 | 35,8%                                      | 46x  |

(см. продолжение)

## Компания Teschway (базовый вариант) — Сводный отчет о прибылях и убытках

|   | Финансовый год,<br>по декабрь, |         | Календарный<br>год |         | Прогноз на 12 месяцев, по декабрь |         |         |         |         |         |         |         |         |  |
|---|--------------------------------|---------|--------------------|---------|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
|   | 1996                           | 1997    | 1998               | 1998    | 1999                              | 2000    | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    |  |
| Чистый объем продаж   | \$270,5                        | \$256,5 | \$278,0            | \$278,0 | \$300,0                           | \$325,0 | \$350,0 | \$374,5 | \$400,7 | \$428,8 | \$458,8 | \$490,9 | \$525,3 |  |
| Стоимость продаж  | 247,6                          | 243,4   | 244,0              | 244,0   | 267,0                             | 287,2   | 308,6   | 330,3   | 353,4   | 378,1   | 404,6   | 432,9   | 463,2   |  |
| Валовая прибыль   | 23,0                           | 13,1    | 34,0               | 34,0    | 33,0                              | 37,8    | 41,4    | 44,2    | 47,3    | 50,7    | 54,2    | 58,0    | 62,1    |  |
| Затраты, связанные<br>с организацией продаж                                     | 10,6                           | 5,4     | 9,9                | 9,9     | 9,6                               | 9,0     | 8,4     | 9,0     | 9,6     | 10,3    | 11,0    | 11,8    | 12,6    |  |
| Использование, не разнесенное<br>по статьям/ Корпоративные<br>накладные расходы | 2,5                            | 2,0     | 2,7                | 2,7     | 2,7                               | 2,9     | 3,2     | 3,4     | 3,7     | 3,9     | 4,2     | 4,5     | 4,8     |  |
| Общие и административные<br>расходы   | 8,7                            | 7,3     | 5,5                | 5,5     | 7,3                               | 6,5     | 5,5     | 5,9     | 6,3     | 6,8     | 7,3     | 7,8     | 8,3     |  |
| Другие, чистые  | 0,8                            | 1,1     | 1,0                | 1,0     | (0,8)                             | (1,1)   | (1,5)   | (1,6)   | (1,7)   | (1,8)   | (2,0)   | (2,1)   | (2,2)   |  |
| Плата за услуги менеджмента   |                                |         |                    |         | 0,2                               | 0,2     | 0,2     | 0,2     | 0,2     | 0,2     | 0,2     | 0,2     | 0,2     |  |
| EBITDA  | 0,5                            | (2,8)   | 14,8               | 14,8    | 14,1                              | 20,4    | 25,5    | 27,3    | 29,2    | 31,3    | 33,5    | 35,8    | 38,4    |  |
| Начисления на износ<br>на существующие<br>материальные средства                 | 2,7                            | 2,8     | 2,2                | 2,2     | 3,2                               | 3,4     | 3,6     | 1,5     | 1,5     | 1,5     | 1,5     | 1,5     | 1,5     |  |
| Начисления на износ с учетом<br>капитальных затрат<br>после приобретения        |                                |         |                    |         |                                   |         |         |         |         |         |         |         |         |  |
| EBITDA  | 3,1                            | 0,0     | 17,1               | 17,1    | 17,3                              | 23,8    | 29,1    | 30,8    | 33,2    | 35,9    | 39,0    | 42,9    | 45,4    |  |
| Начисления на износ (сверху)  | 2,7                            | 2,8     | 2,2                | 2,2     | 3,2                               | 3,4     | 3,6     | 3,5     | 4,0     | 4,7     | 5,5     | 7,1     | 7,1     |  |
| Репутация при приобретении  |                                |         |                    |         | 0,0                               | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |  |
| Существующая репутация  |                                |         |                    |         | 0,0                               | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |  |
| Амортизация финансовых<br>выплат  |                                |         |                    |         |                                   |         |         |         |         |         |         |         |         |  |
| Общие начисления на<br>износ и амортизация                                      | 2,7                            | 2,8     | 2,2                | 2,2     | 3,9                               | 4,1     | 4,3     | 4,2     | 4,7     | 4,7     | 5,5     | 7,1     | 7,1     |  |



|  |       |         |        |        |         |       |        |        |        |        |        |        |        |
|--|-------|---------|--------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBIT (доходы до выплаты налогов и процентов)                   | 0,5   | (2,8)   | 14,8   | 14,8   | 13,5    | 19,7  | 24,8   | 26,6   | 28,6   | 31,3   | 33,5   | 35,8   | 38,4   |
| (Доход по процентным выплатам)                                 |       |         | 2,2    | 2,2    | 0,0     | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | (0,2)  | (0,9)  | (1,7)  |
| Затраты на выплату процентов по новому возобновляемому кредиту |       |         |        |        | 1,2     | 1,0   | 0,6    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Затраты на выплату процентов по старшему долгу                 |       |         |        |        | 3,6     | 3,6   | 3,6    | 3,2    | 2,2    | 1,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Младший долг/ векселя владельцам, выплаты процентов наличными  |       |         |        |        | 0,0     | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Суммарные расходы  |       |         |        |        |         |       |        |        |        |        |        |        |        |
| по процентным выплатам   |       |         | 2,2    | 2,2    | 4,8     | 4,6   | 4,2    | 3,2    | 2,2    | 1,0    | (0,2)  | (0,9)  | (1,7)  |
| Доход до уплаты налогов  | 0,5   | (2,8)   | 14,8   | 12,6   | 8,7     | 15,1  | 20,7   | 23,4   | 26,4   | 30,3   | 33,7   | 36,7   | 40,1   |
| Текущий подоходный налог (40,0%)                               |       |         |        | 2,2    | 3,5     | 6,1   | 8,3    | 9,4    | 10,6   | 12,1   | 13,5   | 14,7   | 16,0   |
| Отложенный подоходный налог (40,0%)                            | 0,0   | 0,0     | 0,0    | 0,0    | 0,0     | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Чистый доход   | \$0,5 | (\$2,8) | \$14,8 | \$10,5 | \$5,2   | \$9,1 | \$12,4 | \$14,0 | \$15,8 | \$18,2 | \$20,2 | \$22,0 | \$24,1 |
| Дивиденд по привилегированным акциям РПК*                      | 0,0   | 0,0     | 0,0    | 6,9    | 6,9     | 7,9   | 9,1    | 10,5   | 12,1   | 13,9   | 16,0   | 18,4   | 21,1   |
| Чистый доход владельцев обыкновенных акций                     | \$0,5 | (\$2,8) | \$14,8 | \$3,6  | (\$1,7) | \$1,2 | \$3,3  | \$3,5  | \$3,8  | \$4,3  | \$4,2  | \$3,7  | \$3,0  |

(см. продолжение)

\* РПК (payment in kind) — платежи натурой: оплата товарами и услугами (в отличие от оплаты деньгами).



|   |       |       |       |      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA маржа прибыли                                    | 1,1%  | 0,0%  | 6,1%  | 6,1% | 5,8%  | 7,3%  | 8,3%  | 8,2%  | 8,3%  | 8,4%  | 8,5%  | 8,7%  | 8,6%  |
| EBITDA рост   |       |       |       |      | 1,5%  | 37,3% | 22,4% | 5,9%  | 7,8%  | 8,2%  | 8,6%  | 9,9%  | 5,9%  |
| EBITDA среднегодовые<br>темпы роста в сложных процентах |       |       |       |      | 1,5%  | 18,1% | 19,5% | 15,9% | 14,3% | 13,2% | 12,6% | 12,2% | 11,5% |
| Начисления на износ                                     | 1,0%  | 1,1%  | 0,8%  |      | 1,1%  | -1,0% | -1,0% | 0,4%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%  |
| EBIT маржа прибыли                                      | 0,2%  | -1,1% | 5,3%  |      | 4,7%  | 6,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  | 7,3%  |
| Капитальные затраты как %<br>от объема продаж           | 0,0%  | 0,6%  | 0,8%  |      | 1,5%  | 1,4%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  |
| Оборотный капитал<br>как % от объема продаж             |       | 17,4% | 15,9% |      | 15,4% | 15,5% | 15,6% | 15,7% | 15,8% | 15,8% | 15,9% | 15,9% | 16,0% |
| Эффективная налоговая ставка                            | 40,0% | 40,0% | 40,0% |      | 40,0% | 40,0% | 40,0% | 40,0% | 40,0% | 40,0% | 40,0% | 40,0% | 40,0% |

(см. продолжение)

## Компания Teshway (базовый вариант) — Бухгалтерский баланс

|  | Декабрь<br>1997 | Декабрь<br>1998 | Скоррек-<br>тирован. | Закрытие<br>сделки<br>1998 | Прогноз на 12 месяцев,<br>по декабрь |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|--|-----------------|-----------------|----------------------|----------------------------|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|  |                 |                 |                      |                            | 1999                                 | 2000    | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    |         |
| Денежные средства<br>и эквиваленты               | \$0,0           | \$0,0           | \$0,0                | \$0,0                      | \$0,0                                | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0   | \$5,0   | \$22,8  | \$43,5  | \$65,6  |
| Дебиторская задолженность                        | 76,7            | 74,7            | 0,0                  | 74,7                       | 80,6                                 | 87,4    | 94,1    | 100,7   | 107,7   | 107,7   | 115,3   | 123,3   | 132,0   | 141,2   |
| Не выставленные счета/Другие                     | 5,4             | 14,9            | 0,0                  | 14,9                       | 11,1                                 | 11,9    | 12,8    | 13,7    | 14,7    | 14,7    | 15,7    | 16,8    | 18,0    | 19,2    |
| Заранее оплаченные расходы                       | 0,0             | 0,0             | 0,0                  | 0,0                        | 0,0                                  | 0,1     | 0,1     | 0,1     | 0,1     | 0,1     | 0,1     | 0,1     | 0,1     | 0,1     |
| Общие текущие активы                             | 82,1            | 89,7            | 0,0                  | 89,7                       | 91,8                                 | 99,3    | 106,9   | 114,4   | 122,4   | 122,4   | 136,0   | 163,0   | 193,5   | 226,1   |
| Крупная собственность,<br>заводы и оборудование  | 53,9            | 52,4            | 0,0                  | 52,4                       | 56,9                                 | 61,4    | 63,6    | 65,9    | 68,4    | 68,4    | 71,0    | 73,8    | 76,8    | 80,1    |
| За вычетом накопленных<br>начислений на износ    | (36,7)          | (37,1)          | 0,0                  | (37,1)                     | (40,3)                               | (43,7)  | (47,3)  | (50,9)  | (54,9)  | (54,9)  | (59,5)  | (65,1)  | (72,1)  | (79,2)  |
| Чистая собственность,<br>заводы и оборудование   | 17,3            | 15,3            | 0,0                  | 15,3                       | 16,6                                 | 17,7    | 16,2    | 15,0    | 13,5    | 13,5    | 11,5    | 8,7     | 4,7     | 0,9     |
| Репутация при приобретении                       | 0,0             | 0,0             | 0,0                  | 0,0                        | 0,0                                  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Существующая репутация                           | 0,0             | 0,0             | 0,0                  | 0,0                        | 0,0                                  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Компенсационные выплаты<br>и издержки транзакции | 0,0             | 0,0             | 0,0                  | 0,0                        | 0,0                                  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Другие активы                                    | 0,0             | 0,0             | 0,0                  | 0,0                        | 0,0                                  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| ОБЩАЯ СТОИМОСТЬ<br>АКТИВОВ                       | \$99,4          | \$104,9         | \$3,3                | \$108,2                    | \$111,0                              | \$119,0 | \$124,5 | \$130,1 | \$135,9 | \$147,4 | \$171,8 | \$198,2 | \$227,0 | \$227,0 |
| Счета к оплате                                   | \$17,2          | \$16,2          | \$0,0                | \$16,2                     | \$17,4                               | \$18,9  | \$20,4  | \$21,8  | \$23,3  | \$24,9  | \$26,7  | \$28,5  | \$30,5  | \$30,5  |
| Неоплаченные обязательства                       | 17,6            | 25,1            | 0,0                  | 25,1                       | 23,8                                 | 25,8    | 27,8    | 29,8    | 31,8    | 34,1    | 36,5    | 39,0    | 41,7    | 41,7    |
| Перерасход                                       | 2,6             | 4,2             | 0,0                  | 4,2                        | 4,2                                  | 4,2     | 4,2     | 4,2     | 4,2     | 4,2     | 4,2     | 4,2     | 4,2     | 4,2     |
| Общие текущие<br>обязательства                   | 37,4            | 45,5            |                      | 45,5                       | 45,5                                 | 48,9    | 52,3    | 55,7    | 59,3    | 63,2    | 67,3    | 71,7    | 76,5    | 76,5    |

|  |        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|--|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Новый возобновляемый кредит                    | 13,3   | 13,3    | 10,8    | 6,3     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Новый старший срочный кредит А                 | 40,0   | 40,0    | 40,0    | 40,0    | 36,0    | 24,2    | 10,6    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Новый старший срочный кредит В                 | 0,0    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Новый старший срочный кредит С                 | 0,0    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Новый младший долг                             | 0,0    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Векселя продавцам                              | 0,0    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Общая задолженность                            | 0,0    | 53,3    | 50,8    | 46,3    | 36,0    | 24,2    | 10,6    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Другие договоренные обязательства              | 0,0    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Существующая задолженность                     | 0,0    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Общие обязательства                            | 37,4   | 98,7    | 96,3    | 95,2    | 88,3    | 79,9    | 69,9    | 63,2    | 67,3    | 71,7    | 76,5    | 76,5    |
| Привилегированные акции                        | 0,0    | 46,0    | 52,9    | 60,8    | 70,0    | 80,5    | 92,5    | 106,4   | 122,4   | 140,7   | 161,8   | 161,8   |
| Обыкновенные акции                             | 0,0    | 4,7     | 4,7     | 4,7     | 4,7     | 4,7     | 4,7     | 4,7     | 4,7     | 4,7     | 4,7     | 4,7     |
| Дополнительный оплаченный капитал              | 0,0    | (100,7) | (100,7) | (100,7) | (100,7) | (100,7) | (100,7) | (100,7) | (100,7) | (100,7) | (100,7) | (100,7) |
| Нераспределенная прибыль                       | 00     | 59,5    | 57,8    | 58,9    | 62,2    | 65,8    | 69,5    | 73,8    | 78,1    | 81,8    | 84,7    | 84,7    |
| ОБЩАЯ СУММА ОБЯЗАТЕЛЬСТВ И АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ | \$99,4 | \$3,3   | \$108,2 | \$111,0 | \$119,0 | \$130,1 | \$135,9 | \$147,4 | \$171,8 | \$198,2 | \$227,0 | \$227,0 |

(см. продолжение)

## Компания Techway (базовый вариант) — Допущения, использованные в бухгалтерском балансе

|   | Прогноз на 12 месяцев, по декабрь |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   | 1997                              | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |
| Прогноз бухгалтерского баланса                            |                                   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Дебиторская задолженность в суточном выражении            | 109,1                             | 98,1  | 98,1  | 98,1  | 98,1  | 98,1  | 98,1  | 98,1  | 98,1  | 98,1  | 98,1  |
| % от объема продаж  | 29,9%                             | 26,9% | 26,9% | 26,9% | 26,9% | 26,9% | 26,9% | 26,9% | 26,9% | 26,9% | 26,9% |
| Невыставленные счета в суточном выражении /другое         | 8,0                               | 22,3  | 15,1  | 15,1  | 15,1  | 15,1  | 15,1  | 15,1  | 15,1  | 15,1  | 15,1  |
| % от продаж   | 2,1%                              | 5,4%  | 3,7%  | 3,7%  | 3,7%  | 3,7%  | 3,7%  | 3,7%  | 3,7%  | 3,7%  | 3,7%  |
| Другие текущие активы как % от объема продаж              | 0,0%                              | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Кредиторская задолженность в суточном выражении           | 25,7                              | 24,2  | 23,9  | 24,0  | 24,1  | 24,1  | 24,1  | 24,1  | 24,1  | 24,1  | 24,1  |
| % от продаж   | 6,7%                              | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  |
| Начисленные издержки как % от объема продаж               | 6,9%                              | 9,0%  | 7,9%  | 7,9%  | 7,9%  | 7,9%  | 7,9%  | 7,9%  | 7,9%  | 7,9%  | 7,9%  |
| Другие краткосрочные обязательства как % от объема продаж | 1,0%                              | 1,5%  | 1,4%  | 1,3%  | 1,2%  | 1,1%  | 1,0%  | 1,0%  | 0,9%  | 0,8%  | 0,8%  |
| Покрывние   |                                   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| EBITDA/Совокупные затраты на выплату процентов            | 3,6x                              |       | 3,6x  | 5,2x  | 7,0x  | 9,5x  | 15,3x | 37,8x |       |       |       |
| Общая задолженность/EBITDA                                | 3,1                               | 3,1   | 2,9   | 1,9   | 1,2   | 0,8   | 0,3   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Чистая задолженность/EBITDA                               | 3,1                               | 3,1   | 2,9   | 1,9   | 1,2   | 0,8   | 0,3   | NM    | NM    | NM    | NM    |
| Задолженность банкам/EBITDA                               | 3,1                               | 3,1   | 2,9   | 1,9   | 1,2   | 0,8   | 0,3   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Старшая задолженность/EBITDA                              | 3,1                               | 3,1   | 2,9   | 1,9   | 1,2   | 0,8   | 0,3   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

|   |        |       |       |       |       |       |        |         |         |         |
|---|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|
| (ЕВГПДА — Капитальные затраты)/<br>Общие процентные выплаты | 3,1х   | 2,7х  | 4,2х  | 6,5х  | 8,8х  | 14,1х | 35,0х  |         |         |         |
| Общая задолженность /<br>(ЕВГПДА – Капитальные затраты)     | 3,6    | 4,0   | 2,4   | 1,3   | 0,8   | 0,3   | 0,0    | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Чистая задолженность /<br>(ЕВГПДА – Капитальные затраты)    | 3,6    | 4,0   | 2,4   | 1,3   | 0,8   | 0,3   | NM     | NM      | NM      | NM      |
| Задолженность банку/<br>(ЕВГПДА – Капитальные затраты)      | 3,6    | 4,0   | 2,4   | 1,3   | 0,8   | 0,3   | 0,0    | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Старшая задолженность /<br>(ЕВГПДА – Капитальные затраты)   | 3,6    | 4,0   | 2,4   | 1,3   | 0,8   | 0,3   | 0,0    | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Общая задолженность /<br>Общая капитализация                | 32,6%  | 30,6% | 27,1% | 20,8% | 13,8% | 6,0%  | 0,0%   | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    |
| Чистая задолженность /<br>Чистая капитализация              | 32,6%  | 30,6% | 27,1% | 20,8% | 13,8% | 6,0%  | (2,8%) | (12,5%) | (23,7%) | (35,4%) |
| <i>Прогноз баланса денежных потоков</i>                     |        |       |       |       |       |       |        |         |         |         |
| Увеличение других долгосрочных активов                      |        |       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0       | 0       | 0       |
| Увеличение других<br>долгосрочных обязательств              |        |       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0       | 0       | 0       |
|   |        |       |       |       |       |       |        |         |         |         |
|   |        |       |       |       |       |       |        |         |         |         |
| Капитальные затраты   | 1,6    | 1997  | 1998  | 4,5   | 4,5   | 2,3   | 2,2    | 2,3     | 2,5     | 2,6     |
|   |        |       |       |       |       |       |        |         |         |         |
| <i>Другие финансовые данные</i>                             |        |       |       |       |       |       |        |         |         |         |
| Репутация при приобретении                                  | 20 лет |       |       |       |       |       |        |         |         |         |
| Существующая репутация                                      | 20 лет |       |       |       |       |       |        |         |         |         |
| Капитализированные платежи,<br>амортизированные в течение   | 5 лет  |       |       |       |       |       |        |         |         |         |

(см. продолжение)

## Компания Techway (базовый вариант) — Отчет о движении денежных средств

|  | Прогноз на 12 месяцев, по декабрь |       |       |       |       |       |       |       |       |  |
|--|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
|  | 1999                              | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |  |
| Чистый доход по обыкновенным акциям                                | (\$1,7)                           | \$1,2 | \$3,3 | \$3,5 | \$3,8 | \$4,3 | \$4,2 | \$3,7 | \$3,0 |  |
| Начисления на износ на существующие материальные средства          | 3,2                               | 3,4   | 3,6   | 1,5   | 1,5   | 1,5   | 1,5   | 1,5   | 1,5   |  |
| Начисления на износ с учетом капитальных затрат после приобретения | 0,0                               | 0,0   | 0,0   | 2,0   | 2,5   | 3,1   | 4,0   | 5,5   | 5,5   |  |
| Репутация при покупке  | 0,0                               | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |  |
| Существующая репутация   | 0,0                               | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |  |
| Амортизация финансовых платежей                                    | 0,7                               | 0,7   | 0,7   | 0,7   | 0,7   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |  |
| Отложенные налоги  | 0,0                               | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |  |
| Безналичные расходы на выплату процентов                           | 0,0                               | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |  |
| Дивиденды для привилегированных акций РПК –                        | 6,9                               | 7,9   | 9,1   | 10,5  | 12,1  | 13,9  | 16,0  | 18,4  | 21,1  |  |
| Фонды от основной деятельности                                     | 9,1                               | 13,1  | 16,7  | 18,2  | 20,5  | 22,9  | 25,8  | 29,1  | 31,1  |  |
| Изменение дебиторской задолженности                                | (5,9)                             | (6,7) | (6,7) | (6,6) | (7,0) | (7,5) | (8,1) | (8,6) | (9,2) |  |
| Изменение материально-производственных запасов                     | 3,8                               | (0,8) | (0,9) | (0,9) | (1,0) | (1,0) | (1,1) | (1,2) | (1,3) |  |
| Изменение других активов   | (0,0)                             | (0,0) | (0,0) | (0,0) | (0,0) | (0,0) | (0,0) | (0,0) | (0,0) |  |
| Изменение кредиторской задолженности                               | 1,3                               | 1,5   | 1,5   | 1,4   | 1,5   | 1,6   | 1,7   | 1,9   | 2,0   |  |
| Изменение накопленных обязательств                                 | (1,3)                             | 2,0   | 2,0   | 1,9   | 2,1   | 2,2   | 2,4   | 2,6   | 2,7   |  |
| Изменение других текущих обязательств                              | 0,0                               | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |  |
| Денежные потоки от основной деятельности                           | 6,9                               | 9,0   | 12,5  | 14,1  | 16,1  | 18,2  | 20,7  | 23,7  | 25,3  |  |



|   |       |       |        |        |        |        |        |        |         |
|---|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Капитальные затраты                           | (4,5) | (4,5) | (2,2)  | (2,3)  | (2,5)  | (2,6)  | (2,8)  | (3,0)  | (3,2)   |
| Финансирование приобретения                   |       |       |        |        |        |        |        |        |         |
| Прибыль от продажи активов (а)                | 0,0   |       |        |        |        |        |        |        |         |
| Совокупный долг — обязательные выплаты        | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0     |
| Свободные денежные потоки для выплаты долга   | 2,4   | 4,5   | 10,3   | 11,8   | 13,6   | 15,5   | 17,9   | 20,7   | 22,1    |
| Прирост задолженности/(выплаты)               | (2,4) | (4,5) | (10,3) | (11,8) | (13,6) | (10,6) | 0,0    | 0,0    | 0,0     |
| Погашение долга                               | (2,4) | (4,5) | (10,3) | (11,8) | (13,6) | (10,6) | 0,0    | 0,0    | 0,0     |
| Изменения в денежных средствах и эквивалентах | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 5,0    | 17,9   | 20,7   | 22,1    |
| Исходные денежные средства и эквиваленты      | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 5,0    | 22,8   | 43,5    |
| Конечные денежные средства и эквиваленты      | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$5,0  | \$22,8 | \$43,5 | \$65,6  |
| Накопленные денежные средства                 | \$2,4 | \$7,0 | \$17,3 | \$29,1 | \$42,7 | \$58,2 | \$76,1 | \$96,8 | \$118,9 |

(см. продолжение)

(а) Предполагается, что недвижимость продана за 75 млн. долл. при базисной цене в 25 млн. долл. и 20%-ной ставке налога на прирост капитала.

Компания Techway (базовый вариант) — Допущения по финансированию

Процентные ставки  
на избыточные денежные средства 4,0%

Прогноз на 12 месяцев, по декабрь

|  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Процентные ставки по задолженности   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Новый возобновляемый кредит  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  |
| Новый старший срочный кредит А   | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  |
| Новый старший срочный кредит В   | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Новый старший срочный кредит С   | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Новый младший долг   | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% |
| Векселя продавцам  | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% |
| Новые привилегированные акции (РК)   | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% |
| Существующая прямая задолженность —<br>перечень затрат на выплату процентов        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Новый возобновляемый кредит  | \$0,0 | \$1,2 | \$1,0 | \$0,6 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 |
| Новый старший срочный кредит А   | 0,0   | 3,6   | 3,6   | 3,6   | 3,2   | 2,2   | 1,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Новый старший срочный кредит В   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Новый старший срочный кредит С   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Новый младший долг   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Векселя продавцам  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Совокупные затраты на выплаты<br>процентов по существующей<br>прямой задолженности | \$0,0 | \$4,8 | \$4,6 | \$4,2 | \$3,2 | \$2,2 | \$1,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 |

Существующая прямая  
задолженность — обязательные выплаты

|                                |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Новый возобновляемый кредит    | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 |
| Новый старший срочный кредит А | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Новый старший срочный кредит В | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Новый старший срочный кредит С | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Новый младший долг             | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Векселя продавцам              | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

Советкупная существующая прямая  
задолженность — обязательные выплаты

|  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|

Существующая прямая задолженность —  
необязательные выплаты

|                              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Новый возобновляемый кредит  | \$0,0 | \$2,4 | \$4,5 | \$6,3 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 |
| Новый старший срочный заем А | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 4,0   | 11,8  | 13,6  | 10,6  | 0,0   | 0,0   |
| Новый старший срочный заем В | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Новый старший срочный заем С | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Новый младший заем           | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Векселя продавцам            | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

Советкупная существующая прямая  
задолженность — необязательные выплаты\$0,0

|  |       |       |        |        |        |        |       |       |       |
|--|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
|  | \$2,4 | \$4,5 | \$10,3 | \$11,8 | \$13,6 | \$10,6 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 |
|--|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|

Непогашенная задолженность,  
после транзакции

|                                |        |        |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Новый долг                     |        |        |       |       |       |       |       |       |       |
| Новый возобновляемый кредит    | \$13,3 | \$10,8 | \$6,3 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 | \$0,0 |
| Новый старший срочный кредит А | 40,0   | 40,0   | 40,0  | 36,0  | 24,2  | 10,6  | \$00  | \$0,0 | \$0,0 |
| Новый старший срочный кредит В | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Новый старший срочный кредит С | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Новый младший долг             | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Векселя продавцам              | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

Советкупная существующая  
прямая непогашенная  
задолженность

|  |        |        |        |        |        |        |        |       |       |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
|  | \$53,3 | \$53,3 | \$50,8 | \$46,3 | \$36,0 | \$24,2 | \$10,6 | \$0,0 | \$0,0 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|

## Компания Techway (базовый вариант) — Допущения по финансированию (окончание)

|   |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |       |       |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| Векселя к оплате продавцам                | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0 | \$0,0 |
| Выплаты                                   | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0 | \$0,0 |
| Накопленные выплаты по процентам          | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0   | 0,0   |
| Конечные векселя к оплате продавцам       | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0  | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0   | \$0,0 | \$0,0 |
| Новые привилегированные акции (РПК)       | \$46,0 | \$46,0 | \$52,9 | \$60,8 | \$70,0 | \$80,5 | \$92,5  | \$106,4 | \$122,4 | \$140,7 |       |       |
| Новые привилегированные акции — дивиденды |        | 6,9    | 7,9    | 9,1    | 10,5   | 12,1   | 13,9    | 16,0    | 18,4    | 21,1    |       |       |
| Конечные новые привилегированные акции    | \$46,0 | \$52,9 | \$60,8 | \$70,0 | \$80,5 | \$92,5 | \$106,4 | \$122,4 | \$140,7 | \$161,8 |       |       |

## Прогноз на 12 месяцев, по декабрь

| ВАРИАНТ  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| БАЗОВЫЙ ВАРИАНТ  |       |       |       |       |       |
| Рост объема продаж   | 7,9%  | 8,3%  | 7,7%  | 7,0%  | 7,0%  |
| Валовая прибыль  | 11,0% | 11,6% | 11,8% | 11,8% | 11,8% |
| Расходы на организацию продаж как % от объема продаж                     | 3,2%  | 2,8%  | 2,4%  | 2,4%  | 2,4%  |
| Не разнесенные по статьям и корпоративные расходы как % от объема продаж | 0,9%  | 0,9%  | 0,9%  | 0,9%  | 0,9%  |
| Административные расходы как % от объема продаж                          | 2,4%  | 2,0%  | 1,6%  | 1,6%  | 1,6%  |
| Другие расходы как % от объема продаж                                    | -0,3% | -0,3% | -0,4% | -0,4% | -0,4% |

|  |         |         |         |       |
|--|---------|---------|---------|-------|
| Объем продаж   | \$300,0 | \$325,0 | \$350,0 |       |
| Валовая прибыль  | 33,0    | 37,8    | 41,4    |       |
| Расходы, связанные с организацией продаж                                 | 9,6     | 9,0     | 8,4     |       |
| Расходы, связанные с распределением                                      | 2,7     | 2,9     | 3,2     |       |
| Административные расходы   | 7,3     | 6,5     | 5,5     |       |
| Другие чистые расходы  | (0,8)   | (1,1)   | (1,5)   |       |
| БЛАГОПРИЯТНЫЙ ДЛЯ ИНВЕСТОРА ВАРИАНТ                                      |         |         |         |       |
| Рост объема продаж   | 7,9%    | 8,3%    | 7,7%    | 7,0%  |
| Валовая прибыль  | 11,0%   | 12,8%   | 12,8%   | 12,8% |
| Расходы на организацию продаж как % от объема продаж                     | 3,2%    | 2,8%    | 2,4%    | 2,4%  |
| Не разнесенные по статьям и корпоративные расходы как % от объема продаж | 0,9%    | 0,9%    | 0,9%    | 0,9%  |
| Административные расходы как % от объема продаж                          | 2,4%    | 2,0%    | 1,6%    | 1,6%  |
| Другие расходы как % от объема продаж                                    | -0,3%   | -0,3%   | -0,4%   | -0,4% |
| НЕБЛАГОПРИЯТНЫЙ ДЛЯ ИНВЕСТОРА ВАРИАНТ                                    |         |         |         |       |
| Рост объема продаж   | 7,9%    | 8,3%    | 7,7%    | 7,0%  |
| Валовая прибыль  | 11,0%   | 11,6%   | 11,8%   | 11,8% |
| Расходы на организацию продаж как % от объема продаж                     | 3,6%    | 3,6%    | 3,6%    | 3,6%  |
| Не разнесенные по статьям и корпоративные расходы как % от объема продаж | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%  |
| Административные расходы как % от объема продаж                          | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%    | 2,0%  |
| Другие расходы как % от объема продаж                                    | 0,4%    | 0,4%    | 0,4%    | 0,4%  |