

# БЕГ С ПРЕПЯТСТВИЯМИ НА ПУТИ ОБРЕТЕНИЯ БИЗНЕСОМ НОВЫХ АКТИВОВ СУЩЕСТВУЕТ НЕМАЛО БАРЬЕРОВ, СПОСОБНЫХ ОСЛОЖНИТЬ ЖИЗНЬ ПОКУПАТЕЛЮ ИЛИ ДАЖЕ СВЕСТИ НА НЕТ ПЛАНЫ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ СДЕЛКИ. ПЕТЕРБУРГСКИЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛИ И КОНСУЛЬТАНТЫ ПОДЕЛИЛИСЬ С „Ъ“ ИНФОРМАЦИЕЙ О САМЫХ БОЛЬШИХ «ПОДВОДНЫХ КАМНЯХ» ОБЪЕДИНИТЕЛЬНЫХ ПРОЦЕССОВ. МАРИЯ ФАДДЕЕВА

«Никаких подводных камней в заключении сделок слияния, поглощения или продажи бизнеса в России нет. Потому что у нас независимая судебная система, стабильная политическая обстановка и развитое законодательство, позволяющее всем компаниям спокойно работать на уровне бизнеса, не опасаясь никаких подводных камней». Из этого ироничного высказывания совладельца УК «Теорема» Игоря Водопьянова можно сразу вывести некоторые особенности российского бизнеса в целом и рынка слияний и поглощений в частности. Прежде всего, это слабая нормативно-правовая база и активное участие государства в переделе бизнеса, как напрямую, так и через аффилированных лиц (в том числе с привлечением структур различных ветвей власти — исполнительской, законодательной и судебной).

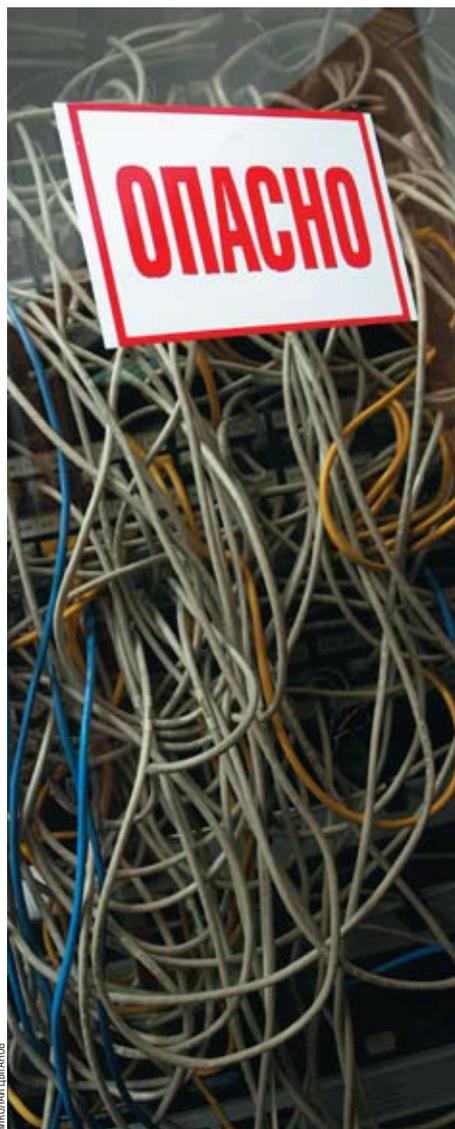
Именно из опасений рано или поздно столкнуться с этими особенностями отечественной бизнес-среды большая часть предпринимателей делают схему владения своими компаниями весьма запутанной и непрозрачной. Эффект непрозрачности структуры собственности крупных компаний, в свою очередь, пугает западных инвесторов. Если до кризиса многие российские компании начали распутывать клубок владельческих связей ради получения доступа к большим и длинным западным деньгам, то сейчас, после наступления кризиса, процесс движения к прозрачности замедлился и местами пошел вспять.

Наглядный пример непрозрачности структуры — вышеупомянутая УК «Теорема». Несколько ООО, владеющих бизнес-центрами, контролируются самой УК «Теорема». Отечественная «Теорема» на 100% принадлежит кипрской компании Theorema Holding. Кипрская фирма, в свою очередь, принадлежит трастам, представляющим интересы Игоря Водопьянова и братьев Кирилла и Родиона Шишковых, и инвестфондам, управляемым Citigroup и американским Capital Group. Кроме того, недавно часть наиболее ценных активов «Теоремы» была продана ООО, принадлежащему оффшору с BVI. Истинное происхождение ООО тем более очевидно, что зарегистрировано оно по адресу одного из бизнес-центров «Теоремы».

Вышеописанная схема собственности в российской практике скорее из простых и очевидных, чем из действительно сложных.

**ПОКУПКА «НЕПРОЗРАЧНОГО» БИЗНЕСА**  
Сама по себе сложность и непрозрачность структуры собственности бизнесу не мешает, но ее необходимо учитывать и тщательно исследовать при приобретении компании, особенно если приобретается только некоторый пакет акций. И особенно, если пакет этот не контрольный.

Один известный петербургский предприниматель после кризиса собрался ку-



**СЛОЖНАЯ И ЗАПУТАННАЯ СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ КОМПАНИЙ СОЗДАЕТ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ РИСКИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ, ГОТОВЫХ РАССМАТРИВАТЬ ПРИОБРЕТЕНИЕ БИЗНЕСА**

пить почти 40%-й пакет акций крупной торговой сети. Хотя это и не контрольный пакет, было задекларировано, что он самый большой, следующий за ним — 36%, а остальные акции в свободном обращении. Но в итоге выяснилось, что, кроме второго крупного акционера, среди заметных собственников компании — еще два американских субъекта, в совокупности владеющие более чем 15% акций.

«В американских собственниках-миноритариев я не верю, — рассказывает покупатель, — значит, за ними стоит кто-то из действующих акционеров. Вряд ли тому акционеру, который продает свой пакет — он бы тогда продавал все вместе и заработал бы сильно больше за счет надбавки „за контрольный пакет“ к цене. Значит, доли „американских собственников“ на самом деле подконтрольны второму акционеру. Но тогда у него уже не 36%, а более 50%, то есть контрольный пакет. И предложение о покупке пакета в 40% ак-

ций, ранее казавшееся приемлемым, теперь выглядит совсем не привлекательно. Называется: „Заходите, ребята, миноритариями, приносите деньги, а мы тут решим, что с вашими деньгами делать“».

«Важная особенность российских сделок M&A — это то, что основная масса активов, продаваемых (приобретаемых) на рынке, имеет обычно крайне туманную историю. По сути, все основные активы в России приобретены не более 18 лет назад. Это означает, что зачастую существует риск оспаривания права собственности продавцов, и, соответственно, покупателей на актив», — замечает партнер «Дювернуа Лигал» Игорь Гуцев.

Считается, что минимизировать риски должна процедура проверки объекта сделки — due diligence. Менеджер налоговой практики Deloitte в Петербурге Василий Марков считает, что сейчас, в особенности после кризиса, процедурам проверки приобретаемого бизнеса уделяется все больше внимания: «Проведение due diligence и правильное структурирование сделки позволяет максимально исключить скрытые обременения бизнеса, а также эффективно влиять на цену покупки и последующую интеграцию приобретения в бизнес-портфель покупателя».

Хотя due diligence и дает возможность обезопасить себя от приобретения бизнеса «с обременениями», то, что вы выясните реальную структуру собственности покупаемой компании, вовсе не гарантировано.

**ЧЕЛОВЕЧЕСКИЙ ФАКТОР** Когда покупатель приобретает «неимущественный» бизнес, чаще всего он получает команду людей, являющихся наиболее ценным активом компании. Поэтому необходимо уже при сделке гарантировать, что команда останется и не разбежится.

Так, продать медиапроект, например, журнал, не договорившись с командой, невозможно. Именно потому, что в данном случае именно команда создает продукт, который генерирует денежный поток. Один только бренд продавать бесполезно: как показывает практика, название

журнала можно незначительно изменить так, что читатели и не заметят. А команда (редакция с рекламным отделом) может в полном составе сменить место работы и сделать аналогичный журнал на новой площадке.

Проще обстоит дело с проектами в сфере услуг и торговли, где команда является менее «незаменимым» фактором. Но и здесь ценность команды должна быть установлена на стадии, предшествующей сделке, а обязательства по сохранению менеджмента часто прописываются в ее условиях. Так, при продаже «Красок Текс» финской компании «Тиккурила», один из прежних собственников по условиям сделки более года после продажи возглавлял компанию. А когда структуры «Банкирского дома „Санкт-Петербург“» продали сеть кинотеатров «Кронверк Синама» группе «Альфа», генеральный менеджер компании Эдуард Пичугин оказался «продан» вместе с сетью: «Мы договорились с собственниками, — рассказывает господин Пичугин, — что частью сделки был я — должен был в обязательном порядке продолжить работу в компании, причем не один, а вместе с командой. Уйти мне, благодаря удачному стечению обстоятельств, удалось через полтора года, причем вместе с людьми. Естественно, я остался не в обиде — за исполнение своих обязательств по сделке я получил хорошую компенсацию».

Есть ли необходимость сохранять команду в полном объеме, зависит и от целей покупателя. Команда нужна, в первую очередь, если бизнес приобретают для того, чтобы его развивать. А если система работы в бизнесе уже отлажена годами, он устоявшийся и покупают его просто как актив, к примеру, для последующей перепродажи, то особенно сильная и креативная команда не так уж необходима. Важно только поставить грамотных финансистов и сохранить отлаженную систему.

Еще один случай, когда команду легко можно заменить — если покупается однотипный бизнес для присоединения. Например, для географического расширения существующей сети. ■



*The Art of Investment*

**Investorium. Стратегия. Инвестиции. Управление проектами. Услуги M&A.**

invest@investorium.com  
www.investorium.ru

(812) 703-0005 Санкт-Петербург  
(495) 644-0005 Москва