



Министерство экономического развития  
Российской Федерации

# УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА

**Владислав ФЕДотов**

к.э.н., начальник отдела  
нормативного правового регулирования  
оценочной деятельности Минэкономразвития России

# УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ



Стоимость собственного капитала компании  
(Shareholders' Value Concept)

Стоимость всего капитала компании  
(Value-Based Management )

▶ Рыночная капитализация

▶ Оценка рыночной стоимости

# ИНТЕРЕСЫ АКЦИОНЕРОВ

В интересах кого из акционеров и когда во времени нужно максимизировать либо рыночную капитализацию компании, либо ее рыночную стоимость (стоимость акционерного капитала компании и долей в ней)?



Доминирующий  
акционер



Стратегический  
акционер



Акционеры  
меньшинства



Теневые  
акционеры

# КОНЦЕНТРАЦИЯ СОБСТВЕННОСТИ

Все эмпирические обследования российских предприятий с середины 1990-х годов свидетельствуют о высоком и все возрастающем уровне концентрации собственности.

*Динамика концентрации собственности  
в акционерном капитале обществ\**

Индикаторы концентрации капитала	2005	2009	Изменение за 4 года, п.п.
АО, располагающие владельцем хотя бы блокирующего пакета акций, %	84,8	80,9	-3,9
в том числе общества, имеющие собственника с контрольным пакетом акций, %	74,9	66,9	-8,0
АО с распыленным владением, %	15,2	19,1	3,9
Количество компаний	653	481	-

\* на примере предприятий обрабатывающей промышленности

# КОНЦЕНТРАЦИЯ СОБСТВЕННОСТИ

*Доля владения уставным капиталом категориями акционеров в АО, где присутствует соответствующая категория собственности \**

Типы акционеров	2005		2009		Изменение за 4 года, п.п.
	%	ед.	%	ед.	
Российская частная собственность	93,2	673	95,7	440	2,5
Иностранная частная собственность	44,9	56	51,7	43	6,8
Российская Федерация	43,1	67	46,3	24	3,2
Собственность субъектов и муниципальных образований Российской Федерации	31,9	57	38,9	17	7,0

\* на примере предприятий обрабатывающей промышленности

# АКЦИОНЕРНЫЕ СОГЛАШЕНИЯ



Стратегический  
акционер



Акционеры  
меньшинства



Акционерное  
соглашение

- закрепление предмета АС
- возможность заключения АС неакционерами
- запрет на участие в соглашении Общества, в отношении акций которого заключено АС
- раскрытие информации о приобретении контроля по АС

# ПОСЛЕДСТВИЯ КРИЗИСА

- **Для предприятий:**
  - сокращение выручки
  - отсутствие источников финансирования
  - нехватка оборотного капитала
  - банкротство поставщиков и покупателей
  - отсутствие опыта работы в условиях нестабильной экономики
- **Для кредитных учреждений:**
  - проблемы с возвратом по выданным кредитам
  - сложности с привлечением финансирования
  - отсутствие четкого понимания текущих рисков реального сектора
  - нехватка кадров для детального анализа

# СПЕЦИФИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ КРУПНОГО БИЗНЕСА

- **Социальная направленность**
  - сложности с сокращением персонала
  - существенный объем непрофильных активов
  - значительное вмешательство региональных и местных властей
- **Низкая эффективность**
  - наличие монопоставщика / монопокупателя
  - большое количество посредников на торгово-закупочных операциях
  - большое количество кредиторов, запутанная система обязательств, поручительств и залогов
- **Непрозрачная структура управления и собственности** ▶
  - ▶ трудности с привлечением стратегического покупателя (инвестора)



# ИНТЕРЕСЫ АКЦИОНЕРОВ



Портфельные  
инвесторы  
(акционеры  
меньшинства)

## I Приоритет

постоянный рост рыночной капитализации  
(биржевой цены акций) компании

## II Приоритет

постоянный рост рыночной стоимости акционерного  
капитала как потенциала рыночной цены акций  
(если портфельные инвесторы приобретают  
только акции компании)

## III Приоритет

постоянный рост рыночной стоимости всего капитала  
компании как потенциала рыночной цены и акций,  
и облигаций компании  
(если портфельными инвесторами приобретаются  
также облигации компании)

# ИНТЕРЕСЫ АКЦИОНЕРОВ



Стратегический  
(не доминирующий)  
акционер

## I Приоритет

максимизация рыночной стоимости акционерного капитала к моменту вероятного дивести́рования

## II Приоритет

максимизация рыночной капитализации  
(биржевой цены акций) компании

## III Приоритет

постоянный рост рыночной стоимости акционерного капитала как потенциала рыночной цены акций  
(если стратегические не доминирующие инвесторы допускают для себя постепенное дивести́рование из компании)

# ИНТЕРЕСЫ АКЦИОНЕРОВ



Доминирующий  
акционер

## I Приоритет

прямой доступ к денежным потокам компании и/или к операционным денежным потокам по бизнесу компании

## II Приоритет

максимизация рыночной капитализации (биржевой цены акций) компании

## III Приоритет

максимизация рыночной стоимости акционерного капитала к моменту вероятного дивести́рования кем-либо из акционеров



# ОПЕРАТИВНЫЕ ЗАДАЧИ

## ■ **Задача**

вывести предприятие на уровень операционной рентабельности без дополнительных средств

## ▶ **Решение**

+ **детальный анализ активов и бизнеса**

+ **финансовое моделирование**

= **внутренние резервы для финансирования предприятия**



# ОПЕРАТИВНЫЕ ЗАДАЧИ

- **Задача**

построение системы регулярного управления и контроля финансовых потоков предприятия

- **Задача**

привлечение дополнительного финансирования для генерации дополнительной выручки

- **Задача**

привлечение инвесторов на предприятие

# СОКРАЩЕНИЕ ЗАТРАТ

## ПРИМЕР (МАРКЕТИНГ)

Чистая прибыль сотового оператора «МегаФон» согласно US GAAP во втором квартале 2009 года по сравнению с аналогичным кварталом 2008 года снизилась на 10,8%, до 8,995 млрд. руб. Выручка за отчетный период выросла на 3,4%, до 43,878 млрд. руб. Во втором квартале «МегаФон», в отличие от своих конкурентов, резко увеличил расходы на рекламу, рост показателя «затраты на продажи», крупнейшей составляющей которого является маркетинг, составил более 65%. В результате «МегаФон» показал снижение рентабельности по EBITDA на 2,5 процентных пункта по отношению к первому кварталу.

«Основными факторами, повлиявшими на снижение рентабельности по EBITDA стали переоценка балансовой стоимости абонентского оборудования и ослабление консервативного подхода в области затрат и маркетинговых инициатив, которого придерживалась компания в первом квартале текущего года», говорится в сообщении компании.

# КЛЮЧЕВОЙ МОМЕНТ

## РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ДОЛГА

- переговоры
- детальное моделирование сценариев развития компании
- подготовка экономического обоснования реструктуризации долга
- подтверждение эффективности плана антикризисных мер
- формирование «команды» для реализации плана
- разработка оптимальной структуры сделки



# БАЗОВЫЕ ПРИНЦИПЫ

## I Принцип

### **Оценка бизнеса доходным подходом обычно выше ликвидационной стоимости предприятия**

Действующее предприятие должно стоить дороже, чем имущественный комплекс, потому что оно генерирует положительный денежный поток

Принцип также работает, когда отсрочка необходима для завершения инвестиционного проекта, поток которого должен стать источником погашения





# БАЗОВЫЕ ПРИНЦИПЫ

## II Принцип

**Согласованные действия кредиторов предоставляют время для решения проблем заемщика и дают возможность для нахождения альтернативы официальной процедуре банкротства**

Для решения проблемы необходима максимальная координация действий кредиторов

Можно обратиться к принципам работы в ситуациях с несколькими кредиторами международной федерации специалистов по несостоятельности и финансовому оздоровлению INSOL

# БАЗОВЫЕ ПРИНЦИПЫ

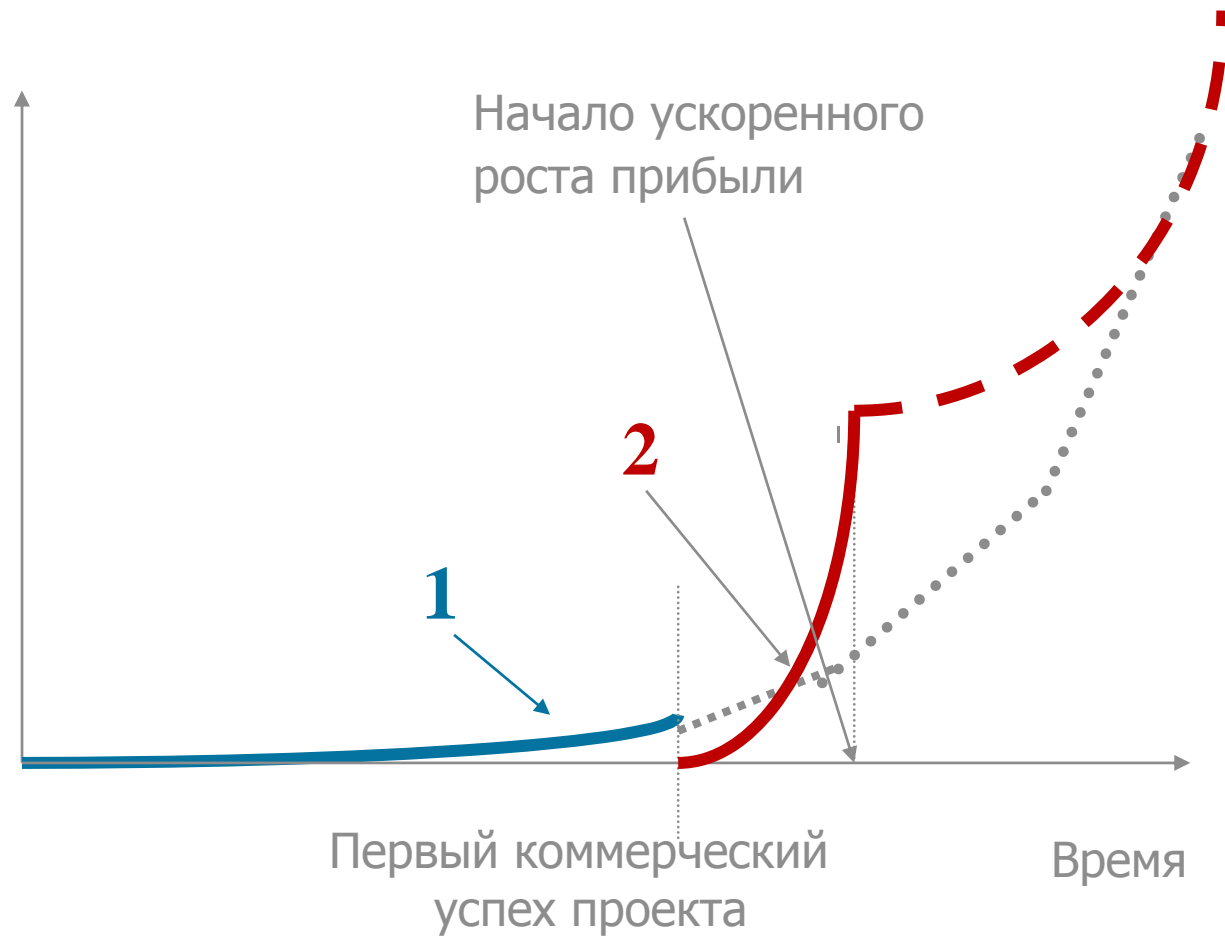
## Управление рыночной стоимостью собственного капитала компании

- ✓ Основано на оптимизации плана развития бизнеса, т.е. на моделировании того:
  - ▶ во что и когда сначала инвестировать
  - ▶ в каком масштабе инвестировать
  - ▶ какую от этого и когда затем получать отдачу в дальнейших денежных потоках
  - ▶ как финансировать планируемые инвестиции (из каких собственных источников, на каких условиях заемного финансирования)
- ✓ Касается краткосрочного прогнозного периода
- ✓ Косвенно учитывает вклад «постпрогнозного периода»

# СТАНДАРТНЫЙ ЭФФЕКТ

1 – Дополнительная  
прибыль

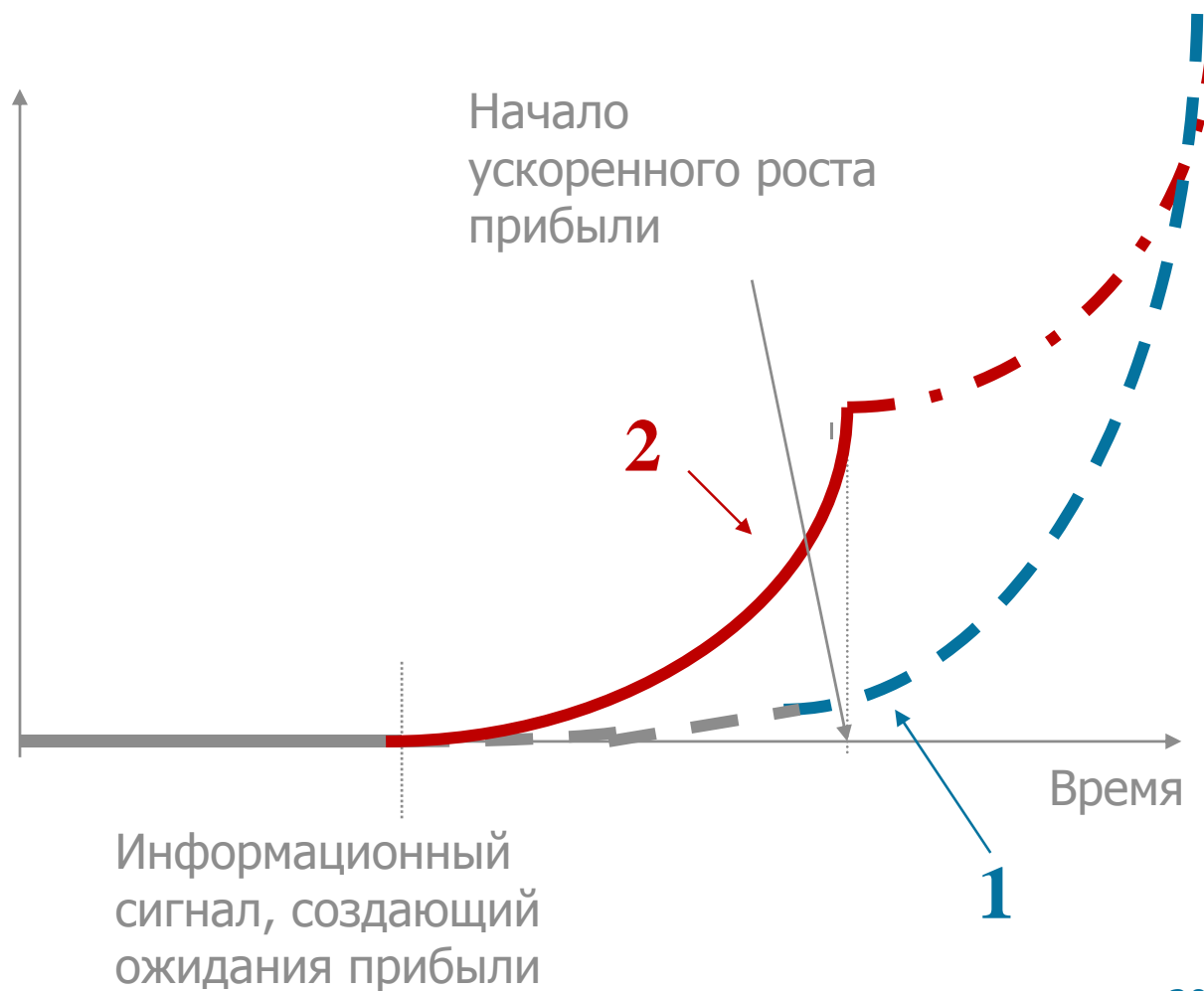
2 – Рост  
капитализации



# РАННИЙ ЭФФЕКТ

1 – Дополнительная  
прибыль

2 – Рост  
капитализации





# РОССИЙСКИЕ СТАНДАРТЫ

Оценка должна подразумевать принцип наиболее эффективного использования объекта оценки

Рыночной стоимостью считается максимальная стоимость при наиболее эффективном использовании объекта оценки

**Оценщик определяет текущую стоимость денежных потоков компании, ожидаемых согласно наилучшему варианту развития бизнеса компании**



**БЛАГОДАРИМ ЗА ВНИМАНИЕ**

**Готовы ответить  
на Ваши вопросы**