Журнал правовых и экономических исследований, 2014, 3: 110–115
© А.С. Коннова, 2014

УДК 336.563.14

A.S. Konnova

FACTOR ANALYSIS OF RUSSIAN LBO MARKET AND PROSPECTS FOR ITS FURTHER DEVELOPMENT

Anastasiya Konnova – a candidate to PhD in Economics at the Department of Corporate Finance and Business Valuation, "Saint-Petersburg State University of Economics", Master of Economics, Saint-Petersburg; **e-mail: dekanat205@yandex.ru**.

At the current stage of development of the Russian M & A market transactions efficiency management issues take on particular significance. The Economic Community is facing the task of identifying and developing forms of transactions organization which would allow to use the best ratio of one's own funds and borrowed assets for acquisition of companies in the altered post-crisis environment. In this context the author proposes for consideration Leveraged Buyouts (LBO) whereby the basic feature of the latter is creating significant additional value for investors by using high leverage in the course of acquisition of business.

The author notes the absence of comprehensive and coordinated approach to LBOs in today's Russian market conditions and gives her own definition of LBO. In addition the author organizes information about LBO implementation stages along with the participants of the process, their motivation and risks. As a result the author points out possibility of classifying buyouts as per the level of risks, the capital structure and the type of the customer. Based on the factor analysis of LBO market development historical trends the author reveals 6 fluctuation waves, and proves the existence of prerequisites for the growth of such transactions in Russia in the short-term. The author uses such methods as analysis and comparison, method of logical deduction and expertise assessment.

Keywords: *leveraged Buyouts (LBO); direct investments; transaction efficiency management.*

А.С. Коннова

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ РОССИЙСКОГО РЫНКА ВЫКУПОВ ДОЛГОВЫМ ФИНАНСИРОВАНИЕМ И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕГО ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ

Анастасия Сергеевна Коннова – соискатель ученой степени кандидата экономических наук кафедры корпоративных финансов и оценки стоимости бизнеса ФГБОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет», магистр экономики, г. Санкт-Петербург; **e-mail: dekanat205@yandex.ru**.

На современном этапе развития российского рынка слияний и поглощений особую значимость приобретают вопросы управления эффективностью сделок. Перед экономическим сообществом стоит задача выявления и разработки форм организации транзакций, которые позволили бы использовать оптимальное соотношение собственных и заемных средств для приобретения компаний в изменившихся условиях посткризисного пространства. В данном контексте автором предлагается рассматривать выкупы долговым финансированием (Leveraged Buyouts – LBO), основной особенностью которых является создание существенной дополнительной стоимости для инвесторов за счет использования высокого левериджа при покупке компаний.

Автор обращает внимание на отсутствие комплексного согласованного подхода к теме выкупов долговым финансированием в условиях современного российского рынка и формулирует собственное определение LBO, а также систематизирует информацию о фазах реализации LBO, участниках процесса, их мотивах и рисках. В результате автор указывает на возможность классифицировать выкупы по уровню риска, структуре капитала и типу покупателя. На основании факторного анализа исторических тенденций развития рынка LBO автором выявляются шесть волн колебаний и доказывается наличие предпосылок к росту числа подобных сделок в России в краткосрочной перспективе. В ходе исследования используются такие методы, как анализ и сравнение, метод логического рассуждения и экспертных оценок.

Ключевые слова: *выкуп долговым финансированием; leveraged Buyouts; прямые инвестиции; управление эффективностью сделок.*

На современном этапе развития экономики, когда существенные последствия кризиса преодолены и улучшающиеся условия финансовых и кредитных рынков способствуют росту активности инвесторов, слияния и поглощения снова представляют собой для компаний выгодную стратегию роста. Вследствие этого увеличивается значимость вопросов управления эффективностью сделок и появляется необходимость выявления и разработки оптимальных механизмов финансирования и форм организации транзакций, которые позволили бы использовать оптимальное соотношение собственных и заемных средств для приобретения компаний в изменившихся экономических условиях посткризисного пространства. В данном контексте на международном рынке актуальным является рассмотрение выкупов долговым финансированием (Leveraged Buyouts – LBO), основная особенность которых – создание существенной дополнительной стоимости для инвесторов за счет использования высокого левериджа при покупке компаний.

Следует отметить, что прогнозирование тенденций развития LBO в России затруднено из-за отсутствия согласованного подхода к теме выкупов долговым финансированием, который бы не только раскрывал весь комплекс финансово-экономических отношений, возникающих в процессе проведения выкупов, но и учитывал бы условия российского рынка посткризисного периода.

Так, анализ российской и зарубежной литературы, посвященной теме слияний и поглощений, позволяет установить наличие трех основных подходов к определению понятия «выкуп долговым финансированием» с позиций финансового менеджмента. Первый подход является наиболее распространенным среди иностранных экономистов и российских практиков и определяет LBO как разновидность сделок по слияниям и поглощениям (Ф. Аллен, Э.А. Арзак, Р.А. Брейли, Дж.М. Вакович, Дж.К. Ван Хорн, А. Дамодаран, С. Майерс, С. Каплан и некоторые аналитики консалтинговых компаний и банков) [5; 7; 9; 11; 13]. Большинство российских экономистов, изучающих вопросы организации и проведения сделок и способы оценки стоимости компаний, а также ряд зарубежных экспертов придерживаются второго подхода, в рамках которого LBO трактуется как механизм финансирования сделки (В. Бочаров, Б. Вульф, С. Гвардин, П. Гохан, А.Д. Рыгин, М. Хилл, И.Н. Самонова, И. Чекун) [2; 3; 4; 14]. Третий подход, при котором LBO рассматриваются как вид инвестиций или разновидность деятельности инвесторов, менее распространен и описывается в основном в трудах немецких авторов (Т. Рейферт, О. Бетч, А. Грох и А. Лохманн) [8; 12]. Для того чтобы объективно оценить, какое определение понятия LBO наиболее полно раскрывает сущность финансово-экономических отношений, возникающих в процессе проведения выкупов в условиях современного российского рынка, представляется необходимым кратко охарактеризовать алгоритм их проведения и мотивационный аппарат сторон-участников.

Рассмотрение информации об отдельных LBO позволяет выявить трехфазный алгоритм их проведения на практике: приобретение компании, ее подразделения или сегмента, финансируемое за счет собственных и заемных средств, с существенным преобладанием доли последних в структуре капитала, удержание компании и возвращение заемных средств и выход инвестора из состава акционеров компании при последующей перепродаже компании. Данные фазы LBO реализуются при участии следующих сторон: акционеры компании, ее менеджмент, внешний инвестор, банки и консультанты по сделке. Авторская систематизация информации о фазах реализации LBO, участниках процесса, их мотивах и рисках представлена в таблице.

На основании данного комплексного представления процесса проведения выкупов можно утверждать, что определение понятия LBO в условиях российского рынка исключительно как техники финансирования является несколько неполным, т.к. в рамках действующего законодательства (ст. 57 ГК РФ) не учитывает аспекта реорганизации, оставляя без внимания вопросы правоприемства – перехода прав и обязанностей от одного общества к другому юридическому лицу [1]. Определение LBO в качестве вида инвестиций или разновидности деятельности инве-

Категории участников LBO, их основные мотивы и риски

№ п/п	Участник LBO	Характер участия в LBO и основная роль	Основные мотивы и выгоды	Стадия реализации выгод	Риски
1	Акционеры	Инициатор LBO и продающая сторона компании-цели. Спонсор, привлекающий и оплачивающий услуги консультантов.	Продажа доли по максимальной цене.	Продажа компании.	Репутационный риск в случае реализации негативных действий новым владельцем (сокращение персонала, реструктуризация бизнеса, банкротство и т.п.). Технологический риск, заключающийся в передаче важных инноваций и ноу-хау. Вероятность упустить имеющиеся выгоды в связи с низкой осведомленностью рынка о готовящейся сделке.
2	Менеджмент	Поддержка акционеров в организации продажи, разработка плановой стратегии достижения компанией амбициозных целей в период после LBO. Возможно участие в роли покупателя.	Получение большей свободы при управлении компании, смена статуса наемных работников на статус владельцев, выведение компании на новый уровень развития благодаря дополнительным ресурсам инвестора.	Удержание компании, период после возвращения долга.	Конфликт интересов с новым владельцем, сложности при интеграции бизнеса.
3	Банк	Источник финансирования и поддержка при структурировании сделки.	Получение дохода от предоставления заемных средств.	Фаза удержания	Банкротство компании-цели и невозврат средств.
4	Консультант	Поддержка текущих акционеров, менеджмента и покупателя в юридических, налоговых и финансовых вопросах, обеспечение согласованности их деятельности и координация процесса.	Гонорар, возможность положительно зарекомендовать себя перед покупателем.	Закрытие сделки	Продажа недостаточного количества услуг. Негативные отзывы в случае некомпетентного оказания услуг.
5	Инвестор	Покупатель, заинтересованная сторона, финансирующая покупку компании-цели за счет собственного капитала и заемных средств.	Получение максимальной отдачи на вложенный капитал путем улучшения финансовых показателей деятельности компании и реализации прибыльной стратегии выхода из состава акционеров в будущем.	Развитие компании в долгосрочной перспективе (в случае покупателя – стратегического инвестора); перепродажа компании или выход из состава акционеров (в случае покупателя – финансового спонсора).	Сложность интеграции компаний, конфликты с менеджментом компании, несогласованность целей, обнаружение несоответствия цены приобретения или продажи первоначальным ожиданиям.

сторов, хотя и является корректным, не позволяет раскрыть сути всего комплекса финансово-экономических отношений, возникающих в процессе взаимодействия акционеров компании, менеджмента, представителей банков, игроков фондового рынка, инвестиционных, консалтинговых, аудиторских и юридических фирм и тем самым оставляет без внимания их стимулы. Кроме того, определение в рамках третьего подхода для российского рынка означало бы в некоторой степени искажение области применения LBO, проведение которых в России часто происходит не только при участии финансовых спонсоров, но и стратегических инвесторов, а также значительном вовлечении внутренних инвесторов – менеджмента компании.

В связи с этим предложим к использованию в условиях российской практики собственное определение LBO: выкуп долговым финансированием представляет собой сделку по приобретению компании закрытого или открытого типа, ее подразделения или сегмента бизнеса, финансируемую за счет существенной доли привлеченных заемных средств и относительно низкой доли собственного капитала стратегического инвестора или финансового спонсора с возможным участием менеджмента компании-цели в качестве покупателя. Предлагаемое автором графическое представление данного определения на рис. 1 формирует представление о нише, занимаемой LBO на российском финансово-кредитном рынке и указывает на наличие возможности классифицировать выкупы долговым финансированием по следующим признакам: по уровню риска, по объему заемных средств в структуре капитала и по тому, кем представлен покупатель.

Проведенный авторский анализ исторических данных позволил вывить следующие шесть волн колебаний активности мирового рынка LBO и сделать выводы об основных причинах восходящего тренда фаз подъема:

1. 1960 г. – 1970 г. – *Предфаза, создание предпосылок для развития рынка LBO*. Подъем объясняется благоприятными условиями фондового рынка и наличием доступных по цене компаний-целей. Прозрачность рынка в

Рис. 1. Комплекс финансово-экономических отношений, складывающихся в процессе проведения выкупов долговым финансированием

данный период позволяет инвесторам найти недооцененные компании с высоким потенциалом и адекватно оценить их стоимость.

2. 1970 г. – 1980 г. – *Формирование и использование организованного знания об LBO*. Рост LBO обусловлен накопленным положительный опытом, получением высокой отдачи на вложенные средства инвесторами предыдущей волны. Основным «драйвером» послужили законодательные инициативы, направленные на снятие барьеров для инвестирования в форме прямых инвестиций, и создание профессиональных фондов прямых инвестиций.

3. 1980 г. – 1992 г. – *Эпоха высокодоходных бросовых облигаций*. Подъем является следствием накопления экспертных знаний в области прямых инвестиций и LBO, созданием специальных отделов банков и консалтинговых компаний, полностью сопровождающих проведение сделки и облегчающих приобретение компании-цели инвестором, а также появлением и распространением нового инструмента для финансирования транзакций – высокодоходных бросовых облигаций.

4. 1992 г. – 2002 г. – *Период стабильного роста*. Стратегические преобразования внутри компаний за счет отпочкования непрофильных или не приносящих прибыль подразделений, процессы конгломерации и глобализации, усиление роли сети Интернет и рост активности ее использования для проведения слияний и поглощений являются причиной данной волны роста LBO.

5. 2002 г. – 2009 г. – *Стремительный подъем за счет низких кредитных ставок*. Рост объясняется подъемом мировой экономики и индустриальным ростом, усилением инструментариев рынка слияний и поглощений, оживлением мировых фондовых рынков, крайне низкими ставками по кредитам и возможностью относительно недорогого финансирования высоколевереджированной структуры выкупов долговым финансированием.

6. 2009 г. – настоящее время – *Перестройка экономической системы и перераспределение контроля в посткризисный период*. Оживлению рынка LBO способствует перерасстановка сил на посткризисном пространстве и «вынужденные» слияния и поглощения, а также некоторая стабилизация ситуации на финансовых и кредитных рынках.

Проведенный анализ пиковых фаз LBO доказывает, что интерес инвесторов к выкупам долговым финансированием крайне волотилен и напрямую зависит от состояния кредитных и финансовых рынков, колебаний стоимости капитала и активности игроков сектора прямых инвестиций. Именно по этой причине, как показывает исследование российских сделок LBO, их подвидов и схожих с ними сделок, первые три волны мирового рынка LBO не проявились в полной мере в России. Также сказались специфические особенностями исторического развития страны и ее более позднего становления на путь рыночной экономики по сравнению со странами Западной Европы и США.

На современном этапе (рис. 2) разрыв между тенденциями мирового и российского рынка LBO сокращается. В 2013 г., следуя глобальной траектории развития, число российских LBO, их подвидов и схожих с ними сделок выросло в 1,2 раза по сравнению с уровнем 2012 г. и в 2 раза по сравнению с уровнем 2011 г. [12]. Таким образом, в посткризисный период, когда Правительством РФ проводятся инициативы, направленные на укрепление финансовых рынков и на поддержание растущего инвестиционного потенциала страны, есть все основания полагать, что число выкупов долговым финансированием продолжит расти. В качестве основных мер, проведение которых положительно повлияет на реализацию данного прогноза, выделим следующие: объединение бирж ММВБ и РТС, IPO Московской биржи, присвоение статуса центрального депозита рия Национальному расчетному депозитарию, создание Единого регулятора финансовых рынков на базе Банка России, а также планируемый переход на ведение отчетности по МСФО и другие действия, организуемые в рамках подготовки открытия в Москве Международного финансового центра.

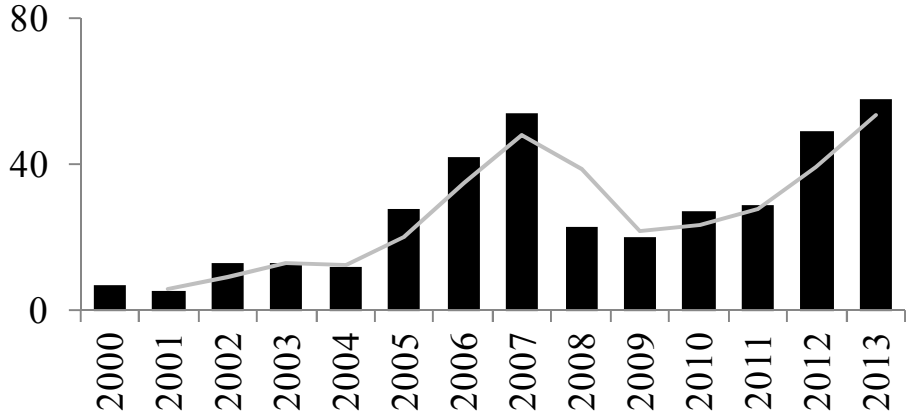

Рис. 2. Количество сделок LBO, их подвидов и схожих с ними сделок, шт.

ЛИТЕРАТУРА

1. Гражданский кодекс РФ от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ. Ч. 1. Гл. 4. Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».

2. *Бочаров В.В., Самонова И.Н., Макарова В.А.* Управление стоимостью бизнеса. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009.

3. *Гвардин С., Чекун И.* Слияния и поглощения. СПб.: Питер, 2007. 192 с.

4. *Гохан П.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 740 с.

5. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. М.: Альпина Паблишерз, 2010. 1321 с.

6. Информация об отдельных сделках мирового рынка слияний и поглощений // Mergers: личные M & A консультативные услуги для среднего рынка бизнес-покупателям и продавцам: [сайт]. URL: http://mergers.com/ (дата обращения: 05.05.2014)

7. *Arzac E.R.* Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructurings. 2nd. ed. USA: John Wiley & Sons, Inc., 2008. 448 p.

8. *Betsch O., Groh P.A., Lohmann L.G.E.* Corporate Finance. Unternehmensbewertung, M&A und innovative Kapitalmarktfinanzierung. Vahlens Handbücher, 2000. 423 s.

9. *Brealey R., Myers S., Allen F.* Corporate Finance. 8th Edition. USA, 2006.

10. *Glaum M., Hutzschenreuter T.* Mergers & Acquisitions – Management des externen Unternehmenswachstums. Gießen/Vallendar, Kohlhammer, 2010. 406 s.

11. *Kaplan S., Stroemberg P.* Leveraged Buyouts and Private Equity // Journal of Economic Perspective. 2000. Vol. 23. № 1. P. 121–146.

12. *Reifert T.* Financial Restructuring: Sanierung von Unternehmenskrediten durch Debt Equity Swaps und Treuhandlösungen. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2011.

13. *Van Horn J.C., Wachowicz J.M.* Fundamentals of Financial Management. 13 edition. Prentice Hall, 2008.

14. *Wolf B., Hill M., Pfaue M.* Strukturierte Finanzierungen: Projektfinanzierung – Buyout-Finanzierung – Asset backed Strukturen. Stuttgart, 2003.