Журнал правовых и экономических исследований.
Journal of Legal and Economic Studies, 2016, 4: 122–129
© И.И. Добросердова, А.С. Коннова, 2016

УДК 330.4(470)

I.I. Dobroserdova, A.A. Konnova

PERSPECTIVES OF IMPLEMENTING LBO MODEL UNDER CURRENT ECONOMIC CONDITIONS IN RUSSIA

Irina Dobroserdova – professor, the Department of Corporate Finance and Business Assessment, St. Petersburg State University of Economics, PhD in Economics, professor, St. Petersburg; **e-mail: dobroserdova@mail.ru**.
Anastasia Konnova – candidate for PhD in Economics, St. Petersburg State University of Economics, Master of Economics, St. Petersburg; **e-mail: konnova.a.s@gmail.com**.

We look at issues of leveraged buyout and adding value using LBO that are not researched enough in Russian economic literature. Special attention is paid to revealing primary and secondary factors of adding value when applying LBO as well as assessing the potential of using LBO in modern Russian economy and analyzing the characteristics of implementing corporate financial strategy based on LBO in Russia in comparison with the USA and Western Europe. Expert analysis of LBO tools available on the Russian market such as mezzanine financing is carried out. As a result of independent research and consistent work we offer theses, conclusions and practical recommendations dramatically improving the degree of exploration of LBO in Russian-language literature.
Keywords: *leveraged buyout (LBO); mergers and acquisitions; corporate financial strategy; added value; deal structuring; deal financing; mezzanine financing.*

И.И. Добросердова, А.А. Коннова

ПЕРСПЕКТИВЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МОДЕЛИ LBO В УСЛОВИЯХ СОВРЕМЕННОЙ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Ирина Игоревна Добросердова – профессор кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет», кандидат экономических наук, профессор, г. Санкт-Петербург; **e-mail: dobroserdova@mail.ru**.
Анастасия Сергеевна Коннова – соискатель ученой степени кандидата экономических наук ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет», магистр экономики, г. Санкт-Петербург; **e-mail: konnova.a.s@gmail.com**.

В статье исследованы недостаточно изученные в российской экономической литературе вопросы эффективного проведения выкупов долговым финансированием и создания добавленной стоимости при LBO. Особое внимание авторы уделили выявлению первичных и вторичных факторов создания добавленной стоимости при LBO, оценке потенциала использования LBO в условиях современной российской экономики, анализу специфики реализации финансовой стратегии корпораций на основе LBO в России по сравнению с США и странами Западной Европы. Также была проведена экспертная оценка доступных на российском рынке инструментов финансирования выкупов долговым финансированием, таких как, например, мезонинное финансирование. В результате самостоятельного исследования и последовательной разработки поставленных задач были сформулированы теоретические положения, выводы и практические рекомендации, существенно повышающие степень изученности темы LBO в русскоязычной литературе.
Ключевые слова: *выкуп долговым финансированием; слияния и поглощения; финансовая стратегия корпораций; добавленная стоимость; структурирование сделки; финансирование сделки; мезонинное финансирование.*

Экономическая ситуация на российском рынке в 2015 г. и в первой половине 2016 г. складывалась под воздействием таких факторов, как снижение цен на нефть, продолжение действия экономических санкций со стороны ЕС и США, а

также под влиянием масштабного оттока капитала, усилившегося ввиду погашения значительного объема внешнего долга в первом полугодии 2015 г. [9]. Снижение объемов ВВП, отрицательная динамика инвестиций в основной капитал, высокая стоимость заемных ресурсов, рост долговой нагрузки и общая экономическая нестабильность способствовали сохранению низкой инвестиционной активности. В условиях наблюдаемой ограниченности ресурсов необходимость эффективного проведения корпорациями стратегии на основе слияний и поглощений бросает вызов экономическому сообществу, заключающийся в выявлении типов сделок, позволяющих использовать оптимальное соотношение собственных и заемных средств для приобретения российских компаний. В данном контексте особую значимость приобретает анализ возможности использования в России выгод от проведения выкупов долговым финансированием (Leveraged Buyouts – LBO), особенностью которых является использование высокого левереджа для покупки компаний. В данной статье мы подробнее остановимся на изучении модели LBO, которая широко зарекомендовала себя на мировом рынке, но в последние годы реже использовалась в России. Мы проведем анализ перспектив возможности использования модели LBO в условиях современного российского рынка.

Заметим, что исследование опубликованных материалов, посвященных теме слияний и поглощений, позволяет нам установить наличие трех основных подходов к определению понятия LBO. С позиций финансового менеджмента в российской и зарубежной литературе и деловой среде LBO трактуется, во-первых, как разновидность сделок по слияниям и поглощениям, во-вторых, как механизм финансирования сделки и, в-третьих, как вид инвестиций или разновидность деятельности инвесторов. На основании рассмотрения различных примеров LBO мы полагаем, что в условиях российского рынка наиболее обоснованным является использование определения LBO в рамках первого подхода, который необходимо расширить с учетом основных признаков и особенностей выкупа как транзакции (высокая доля заемных средств в структуре капитала, возможность приобретения не только компании целиком, но и ее отдельных подразделений или сегментов, а также тип покупателей и их мотивы). Мы будем определять выкуп долговым финансированием как сделку по приобретению публичной или непубличной компании, ее подразделения или сегмента, финансируемую за счет преобладающей доли привлеченных и заемных средств и относительно низкой доли собственного капитала внешнего инвестора и менеджмента и проводимую с целью увеличения стоимости компании-цели.

С момента возникновения выкупов долговым финансированием на мировом рынке слияний и поглощений в 1980-е годы наблюдалось несколько пиков популярности данного типа сделок. В результате проведенного нами анализа исторических трендов были выявлены следующие шесть волн колебаний активности мирового рынка выкупов долговым финансированием: первая волна: 1960 г. – 1970 г., вторая волна: 1970 г. – 1980 г., третья волна: 1980 г. – 1992 г., четвертая волна: 1992 г. – 2002 г., пятая волна: 2002 г. – 2009 г., и, наконец, шестая волна: 2009 г. – 2015 г. Каждая новая волна роста числа LBO становилась предметом изучения экономического сообщества, которое в первую очередь интересовал вопрос создания добавленной стоимости в процессе проведения выкупов долговым финансированием и методы ее измерения. Исследователи из различных областей, таких как экономика, финансы, стратегический менеджмент, предпринимательство и др. рассматривали данную проблему каждый в своем аспекте, в результате чего за последнее тридцатилетие был выявлен целый ряд факторов воздействия на увеличение выгод покупателя в ходе LBO. Добавленная стоимость в ходе выкупов долговым финансированием формируется под влиянием целого набора рычагов, каждый их которых, участвуя в процессе создания стоимости LBO, отличается от других определенным набором свойств и

может возникать как под воздействием внутренних характеристик компании-цели, так и в результате взаимодействия с финансовым спонсором, ее новым владельцем. Условно разделим данные рычаги воздействия на стоимость приобретённой компании-цели на первичные и вторичные и обозначим их L_1 и L_2 (от английского $Lever_1$ и $Lever_2$). Первичные рычаги L_1 оказывают прямое воздействие на рост стоимости компании, влияя на повышение ее операционной эффективности и укрепление позиций путем реализации новой стратегии, что обычно характерно для фазы, следующей за приобретением компании-цели (фазы удержания). Вторичные факторы L_2 не воздействуют непосредственно на финансовые показатели деятельности компании-цели или на генерируемый ею денежный поток, но способны косвенно усиливать действие первичных рычагов, что в сильной степени проявляется во время фаз покупки и перепродажи, и в более сдержанной – на стадии удержания. Систематизируем выявленные первичные и вторичные факторы (см. таблицу).

Бесспорное влияние перечисленных нами первичных и вторичных факторов делают LBO привлекательной финансовой стратегией для корпораций. Изменения в организационной структуре компании и составе ее акционеров, происходящие в результате выкупа долговым финансированием, способствуют возникновению положительных эффектов, обусловленных снижением агентских издержек, что влечет за собой улучшение показателей деятельности организации [12], при этом высокая долговая нагрузка, свойственная выкупам долговым финансированием, играет существенную роль в ограничении свободы действий менеджмента в отношении денежных средств [16], необходимость обслуживать долг, используемый для финансирования выкупов, заставляет менеджмент эффективнее использовать свободный денежный поток [11].

Менеджмент не может единолично, без согласования с финансовым спонсором, принимать решения в отношении расходования средств, что существенно снижает вероятность неэффективного использования средств [14]. Риск банкротства, потери контроля и испорченной репутации создают дополнительные стимулы, заставляя менеджмент усерднее работать и принимать более взвешенные решения в отношении инвестиций. Кроме того, необходимость поддерживать финансовые ковенанты, прописанные в договорах с банками и являющиеся необходимым условием предоставления заемного капитала, заставляет менеджмент оптимизировать работу компании и достигать лучших показателей деятельности.

Несмотря на данные очевидные преимущества, ввиду которых использование финансовой стратегии корпорации на основе LBO уже много лет обладает высокой популярностью в США и странах Западной Европы, степень ее использования в РФ в последние годы (в том числе и в период общего подъема рынка слияний и поглощений в 2000–2007 гг.) была относительно невысокой. Что является основной причиной подобной тенденции развития и возможен ли рост числа сделок LBO на современном этапе, когда создаются дополнительные положительные предпосылки к проведению выкупов долговым финансированием: происходит укрепле-

Таблица

Первичные и вторичные факторы создания добавленной стоимости

№	Факторы создания добавленной стоимости при LBO	Первичный фактор	Вторичный фактор
1	Финансовый арбитраж		x
2	Финансовый инжиниринг	x	
3	Рост операционной эффективности	x	
4	Оптимизация стратегии дальнейшего развития	x	
5	Снижение агентских издержек		x
6	Взаимодействие с финансовым спонсором		x

ние отрасли прямых инвестиций и разрабатываются модели софинансирования сделок российскими и иностранными инвесторами?

Очевидно, что существенное влияние на степень эффективности LBO оказывает эффект левериджа, который лежит в основе структурирования сделки [10], и степень популярности LBO в той или иной стране зависит от того, созданы ли предпосылки для реализации выгод эффекта левериджа инвесторами. Для финансирования LBO помимо внутренних источников в распоряжении у покупателя есть различные внешние финансовые ресурсы, которые можно сгруппировать в три основные категории: собственный капитал, заемный капитал и мезонинное финансирование. Данные категории отличаются по характеру предоставляемого капитала, типу кредиторов и порядку очереди удовлетворения их требований в случае банкротства компании. Представим данные категории на рис. 1.

В виду эффекта левериджа в структуре финансирования LBO традиционно существенно преобладает доля заемного капитала, более дешевого по сравнению с собственным, который представляет собой капитал частных лиц или институциональных инвесторов, позволяющий им в обмен на предоставляемые ресурсы стать обладателем права собственности на компанию. Данные о средней структуре финансирования выкупов на мировом уровне свидетельствуют о том, что среднее значение мультипликатора долга в 2014 г. составило 5,3x, достигнув тем самым наивысшего уровня с 2007 г. и превысив средний уровень, наблюдаемый после кризиса в 2008–2013 гг. (4,5x – 4,8x)[1].

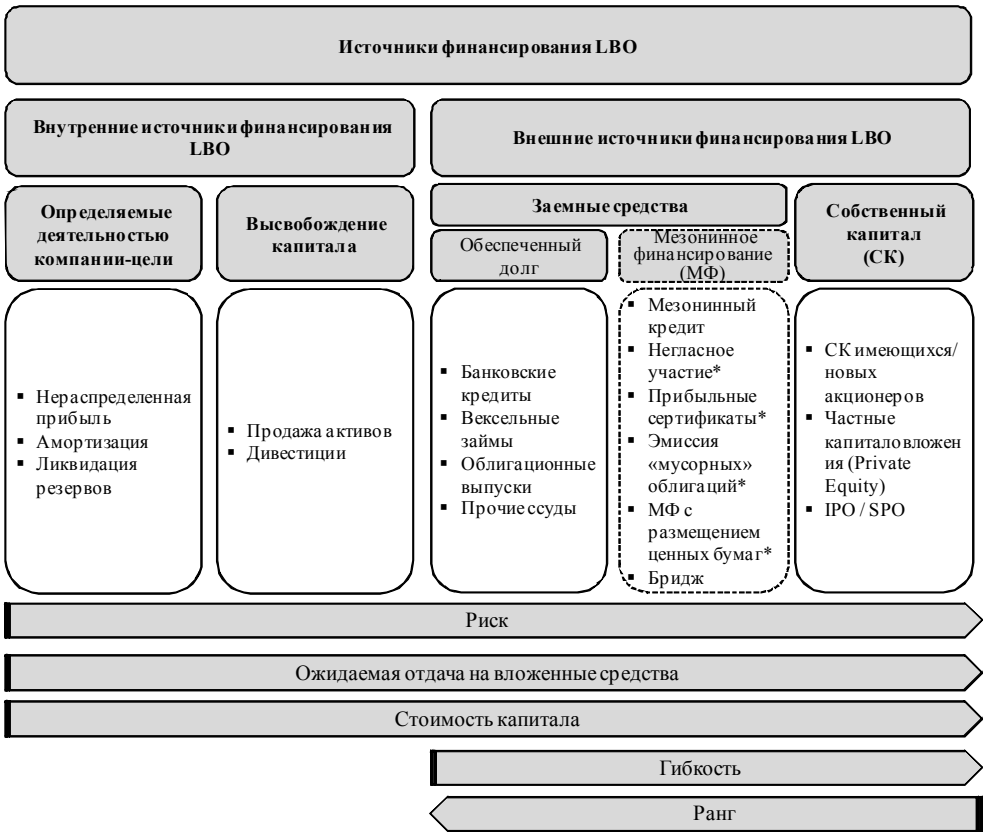
Мы полагаем, что по сравнению с развитыми странами возможность использования заемных средств в качестве источника финансирования российских LBO на современном этапе несколько ограничена, что во многом объясняется высокими процентными ставками, а также труднодоступностью заемного капитала. После некоторой стабилизации в 2011–2013 гг. в 2014 г. наблюдалось более чем двукратное повышение уровня процентных ставок в результате роста рыночной волатильности и ужесточения денежно-кредитной политики Банка России [5].

Дополнительной сложностью при проведении LBO в России, как мы полагаем, является высокая степень концентрированности банковских ресурсов. Согласно рыночной информации и в период, предшествующий 2014 г., в стране имелось всего 5–10 крупных банков с достаточным объемом резервов, необходимых для финансирования сложно-структурированных LBO. В основном это крупнейшие банки с государственным участием. Отличительной чертой периода 2015–2016 гг. является то, что в результате повышения ключевой ставки Банка России отдельные банки, в том числе системообразующие, такие как Сбербанк России, ВТБ, Банк Уралсиб, Россельхозбанк и Газпромбанк, начали выдавать кредиты, увеличив ставки до 25–30%. Особенно сильный негативный эффект оказывает то, что отдельные банки начали пересматривать условия действующих кредитов, повышая ставки не только по новым, но и по уже выданным кредитам. В связи с этим на наш взгляд структура российских сделок LBO в краткосрочном периоде будет продолжать отличаться от традиционных сделок существенно меньшим уровнем левериджированности.

Собственный капитал при финансировании LBO предоставляется на бессрочной основе и закрепляет права участия, принятия решения и контроля. На мировом рынке в 2005–2007 гг. в период, предшествующий началу экономического кризиса и ранее, средняя доля вложения собственного капитала при финансировании LBO составляла примерно 34%[2]. С началом кризиса в 2008 г. наблюдалось резкое увеличение средней доли вложения собственного капитала до 45–50%, объяс-

[1] Авторский расчет на основе материалов портала Bloomberg и Capital IQ.

[2] Авторский расчет на основе материалов портала Bloomberg и Capital IQ.



* Формы не получили распространения на российском рынке

Рис. 1. Источники финансирования выкупов долговым финансированием

няемое ростом стоимости заемных средств на мировых рынках капитала. Данная тенденция не проявилась на российском рынке в период, когда состояние кредитных рынков было более благоприятным. Статистические данные за 2008–2014 гг. показывают, что доля собственного капитала в общем объеме финансирования российских сделок M&A превышала долю заемного каптала, впервые за долгое время стала превышать долю собственного капитала лишь в 2013 г. Привлеченный в основном за счет банковских кредитов общий объем заемного финансирования при оплате сделок в 2013 г. составил примерно 72 млрд долл., а доля использования собственных средств для финансирования сделок в 2013 г. снизилась до 33% по сравнению с 53% в 2012 г. [4].

В международной практике для структурирования LBO также используется необеспеченный долг, называемый субординированным или младшим субординированным долгом, основным видом которого является мезонинное финансирование. В развитых странах включение мезонинного кредита в структуру финансирования LBO в первую очередь объясняется снижением средней взвешенной стоимости капитала (WACC). Это связано с тем, что стоимость мезонинного кредита в развитых странах ниже стоимости собственного капитала. Нами был проведен сопоставительный анализ включения мезонинного кредита в структуру финансирования в условиях российского и развитого рынка (на примере Германии) в отрасли продовольственного ритейла. Результаты проведенного нами расчета показали, что значение средней взвешенной стоимости капитала в России, как после событий 2014 г., так и до существенно выше показателя WACC для немецких компаний отрасли продовольственного ритейла (15% и 21% соответственно против 3%), что объясняется существенно более высокой стоимостью всех трех видов источников средств в структуре финансирования. Однако, как для российских, так и для немецких компаний введение мезонинного кредита в структуру финансирования сделки приводит к снижению стоимости

капитала (рис. 2). Это происходит в первую очередь в результате того, что выплата процентов по мезонинному кредиту снижает налоговую базу.

В России степень развитости мезонинного финансирования остается низкой, что, как мы полагаем, является дополнительным препятствием к развитию LBO в России. Из всех видов мезонинного финансирования, представленных в Европе и США, на российском рынке на современном этапе развития распространение получил только мезонинный кредит. Основная сложность заключается в том, что в российском законодательстве не выработаны полноценные механизмы субординирования требований по обязательствам в их классическом виде [7]. В результате этого в российской практике мезонинный кредит, в отличие от старшего долга, обеспечивается залогом акций холдинговой и операционных компаний и поручительством бенефициара группы заемщика. Это повышает риски заинтересованных в приобретении компании-цели сторон и повышает стоимость финансирования.

Именно ввиду высокой стоимости применения на практике структура LBO, которая в классической форме на мировом рынке выглядит примерно так: от 30% до 60% доли в структуре капитала – старший долг, от 20% до 30% – мезонинное финансирование, от 20% до 30% – собственный капитал [15], является менее доступной для российских инвесторов.

Итак, мы выявили основные причины, по которым применение модели LBO в прошлые периоды в РФ было менее популярным, чем в США и странах Западной Европы. Основными являются высокая стоимость заемного финансирования, ограниченные возможности использования механизмов мезонинного финансирования. Являясь гораздо менее развитым, российский рынок существенно ограничивает возможности создания добавленной стоимости при реализации механизма LBO в первую очередь вследствие меньшей доступности заемных средств. Серьезным барьером также остаются требования, предъявляемые к банкам относительно объемов создаваемых резервов при финансировании подобных сделок. Однако мы полагаем, что, несмотря на кризисные тенденции развития российской экономики, на современном этапе создаются предпосылки к возможному изменению ситуации на рынке LBO в среднесрочной перспективе. С учетом заинтересованности Правительства России в стабилизации экономики и притоке иностранного капитала, мы считаем, будут проводиться меры, направленные на постепенное восстановление интенсивности процессов глобальной интеграции, сопровождающиеся изменением географии инвесторов. Для эффективной реализации подобных мер потребуется внедрение более прогрессивных механизмов финансирования и соинвестирования сделок, которые позволили бы инвесторам получать более высокую отдачу на вложенный капитал, усиливая привлекательность российского рынка корпоративного контроля. Первой инди-

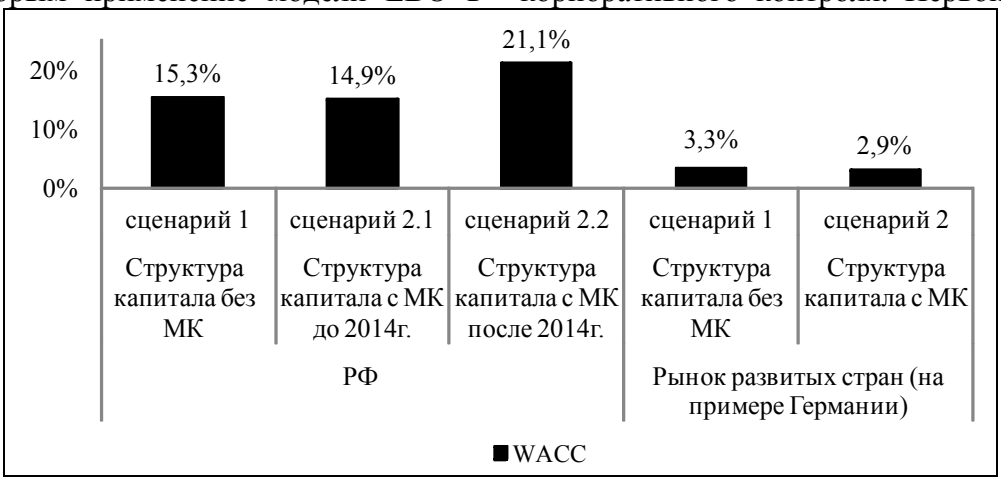


Рис. 2. Сопоставления стоимости финансирования для сценария 1 и сценария 2 для российского рынка и рынка развитых стран (на примере Германии)

кацией роста активности по данному направлению можно считать проводимые на современном этапе меры, направленные на укрепление взаимоотношений с азиатскими странами, странами СНГ, а также другими развивающимися странами. Так, Российский фонд прямых инвестиций, созданный с его участием Российско-китайский инвестиционный фонд и банковская корпорация China Construction Bank Corporation, разработали механизм, основанный на принципе мезонинного финансирования, с помощью которого планируется привлечь от китайских банков около 20–25 млрд долл. в течение 2015–2018 гг. Механизм предусматривает не прямые гарантии, а софинансирование сделок, т.е. участие в фондировании компании, получающей кредит от китайской стороны [6]. Слабой стороной подобных мер является их редкость: их проведение на современном этапе скорее представляет собой исключение, нежели отработанный и в связи с этим широко применяемый механизм, каковым использование мезонинного финансирования является в развитых странах.

Дополнительным импульсом к использованию механизма LBO на более широкой основе, на наш взгляд, может также послужить реализация поставленной Правительством РФ задачи по эффективному проведению программы приватизации. Масштабная приватизация, в рамках которой в 2017–2020 гг. на продажу могут быть выставлены акции крупнейших предприятий страны, необходима в первую очередь для привлечения в бюджет примерно 1 трлн руб., которое бы позволило в краткосрочной перспективе снизить объемы дефицита федерального бюджета и сохранить имеющиеся резервы правительства РФ. С позиций финансового менеджмента приватизацию также можно рассматривать в качестве одного из возможных вариантов стратегического развития корпораций, в рамках которого происходит передача крупнейших государственных активов собственникам для проведения более эффективного управления. В качестве основных возможных методов проведения приватизации российских компаний, предлагаемых Правительством РФ, помимо выпуска облигаций, конвертируемых в акции приватизируемых компаний, и привлечения денег негосударственных пенсионных фондов, как раз являются выкуп доли в компаниях собственным менеджментом (management buyout – MBO) или проведение выкупов долговым финансированием [3]. В целом, использование LBO в качестве метода приватизации компаний не является новым. Так, например, при проведении масштабной приватизации 13 тыс. государственных предприятий в бывшей ГДР примерно 2,5 тыс. были профинансированы на основе модели LBO [13].

Итак, несмотря на сохраняющиеся ограничения для эффективного проведения выкупов на российском рынке (высокая стоимость заемных средств, меньшая по сравнению с зарубежными странами развитость механизмов мезонинного финансирования и т.п.), на современном этапе создаются определенные предпосылки для более широкого использования LBO. Мы полагаем, основными факторами, положительно воздействующими на развитие российского рынка LBO и способными повлечь за собой рост числа выкупов долговым финансированием, в будущем будут являться: укрепление российской отрасли прямых инвестиций, разработка выгодных схем софинансирования сделок для иностранных инвесторов и реализация задачи эффективного проведения программы приватизации.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Величко Л.А., Верхотурова Т.А., Вострокнутова А.И. [и др.]*. Корпоративные финансы: фундаментальные концепции. Финансирование и инвестиции. Современные тенденции / под ред. М.В. Романовского, А.И. Вострокнутовой. СПб.: Питер, 2011. 588 с.

2. *Гвардин С.В., Чекун И.Н.* Финансирование слияний и поглощений в России. М.: Бином: Лаборатория знаний, 2010.

3. *Милюкова Ю.* Три способа приватизации: [сайт]. URL: http://www.rbc.ru/

economics/09/02/2016/56b921539a7947eabe646d54 (дата обращения: 03.08.2016).

4. Обзор сделок M&A – 2008–2013. Структура и финансирование сделок. Январь 2014. // Газпромбанк: [сайт]. URL: http://www.gazprombank.ru/invest_bank/obzor/review%202013%20Web.pdf (дата обращения: 11.01.2016).

5. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов // Центральный Банк России: [сайт]. URL: http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016(2017-2018)pr.pdf (дата обращения: 15.09.2016).

6. *Папченкова М.* РФПИ подстрахует китайцев // Ведомости. 2015. 8 мая. № 3827. URL: http://www.vedomosti.ru/economics/articles/2015/05/08/rfpi-sozdaet-mehanizmkotorii-mozhet-privlech-v-rossiiskuyu-ekonomiku-2025-mlrd-iz-kitaya (дата обращения: 10.05.2016).

7. Положение о методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций (утв. Банком России 10.02.2003 г. № 215-П) (ред. от 25.10.2013 г.) (Зарегистрировано в Минюсте России 17.03.2003 г. № 4269). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

8. *Радыгин А., Энтов Р.* Рынок слияний и поглощений: новые теоретические подходы: [сайт]. URL: http://iep.ru/files/text/policy/2010_5/radigin.pdf (дата обращения: 09.01.2016).

9. Россия: ежемесячные тенденции экономического развития // The World Bank: [сайт]. *URL:* www.worldbank.org/ (дата обращения: 01.08.2016).

10. *Glaum M, Hutzschenreuter T.* Mergers & Acquisitions: Management des externen Unternehmenswachstums (German Edition). Kohlhammer, 2010. 406 s.

11. *Jensen M.* Agency Costs of free cash flows, Corporate Finance and Takeovers // American Economic Review. 1986. Vol. 76. № 1. P. 323–329.

12. *Kaplan S.* The effects of management buyouts on operating performance and value // Journal of financial economics. 1989. Vol. 24. № 2. P. 217–254.

13. *Meissner M.H.* Akquisitionsfinanzierung. Euroforum Verlag, 2013.

14. *Newbould G.* Leveraged buyouts and tax incentives // Financial management. 1992. Spring. P. 50–57.

15. *Silbernagel C., Vaitkunas D.* Mezzanine Finance // Bond Capital [сайт]. URL: http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/Mezzanine_Finance_Explained.pdf (дата обращения: 15.10.2016).

16. *Smith A.* Corporate ownership structure and performance: the case of management buyouts // Journal of financial economics. 1990. Vol. 27. № 1. P. 143–164.