Коннова Анастасия Сергеевна. Управление эффективностью выкупов долговым финансированием в условиях современного российского рынка: диссертация ... кандидата Экономических наук: 08.00.10 / Коннова Анастасия Сергеевна;[Место защиты: ФГБОУ ВО Санкт-Петербургский государственный университет], 2017.- 196 с.

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Теоретические основы выкупов долговым финансированием (LBO) 13**

1.1. Стратегия выкупов долговым финансированием в условиях современной парадигмы корпоративных финансов 13

1.2. Экономическая сущность LBO на основе характеристики финансовых отношений участников сделки 24

1.3. Выявление факторов воздействия на эффективность выкупов долговым финансированием 36

**Глава 2. Управление эффективностью выкупов долговым финансированием 54**

2.1. Структурирование выкупов долговым финансированием как основной инструмент управления эффективностью сделки 54

2.2. Формирование предпосылок к созданию добавленной стоимости при проведении LBO 57

2.3. Оптимальная структура финансирования и ее значение при разработке эффективной стратегии на основе LBO 75

2.4. Построение эмпирической модели прогнозирования тенденций российского рынка LBO 92

**Глава 3. Совершенствование методологии оценки эффективности корпоративной стратегии на основе выкупов долговым финансированием 111**

3.1. Алгоритм оценки эффективности LBO как альтернативной стратегии развития компании 111

3.2. Выявление перспектив использования стратегии на основе LBO и потенциальные области проведения дальнейшего исследования 129

Заключение 137

Библиографический список

* [Экономическая сущность LBO на основе характеристики финансовых отношений участников сделки](http://www.dslib.net/finansy/upravlenie-jeffektivnostju-vykupov-dolgovym-finansirovaniem-v-uslovijah.html#7641341)
* [Выявление факторов воздействия на эффективность выкупов долговым финансированием](http://www.dslib.net/finansy/upravlenie-jeffektivnostju-vykupov-dolgovym-finansirovaniem-v-uslovijah.html#7641342)
* [Оптимальная структура финансирования и ее значение при разработке эффективной стратегии на основе LBO](http://www.dslib.net/finansy/upravlenie-jeffektivnostju-vykupov-dolgovym-finansirovaniem-v-uslovijah.html#7641343)
* [Выявление перспектив использования стратегии на основе LBO и потенциальные области проведения дальнейшего исследования](http://www.dslib.net/finansy/upravlenie-jeffektivnostju-vykupov-dolgovym-finansirovaniem-v-uslovijah.html#7641344)

## Экономическая сущность LBO на основе характеристики финансовых отношений участников сделки

На современном этапе прогнозирование среднесрочных тенденций развития российского рынка слияний и поглощений затруднено ввиду высокого уровня экономической неопределенности. Основываясь на ожиданиях роста притока инвестиций из стран Азиатско-Тихоокеанского и ближневосточного регионов, эксперты считают, что в 2016г. суммарный объем российских сделок M&A не опустится ниже 40 млрд. долл. США, т.е. уровня сопоставимого с посткризистным периодом 2009г.

Цикличность развития рынка слияний и поглощений указывает на зависимость возникновения предпосылок к проведению сделок M&A от общего состояния российской экономики. Однако из графика заметно, что интерес к слияниям и поглощениям не исчезает полностью и в периоды кризиса. Т.е. применение стратегии развития компании на основе проведения M&A возможно как в устойчивые, так и в менее благоприятные периоды развития российской экономики, в которые проведение сделок по перераспределению корпоративного контроля зачастую является вынужденным. Возможно, именно этим обусловлен интерес российских исследователей к изучению стратегического значения слияний и поглощений.

Так, С.В. Гвардин, отмечает, что обострение конкурентной борьбы, агрессивная политика отдельных игроков рынка, изменение роли государства в экономике толкают компании на поиск эффективных инструментов развития и в данном контексте называет стратегию слияний и поглощений одной из наиболее эффективных [14, c. 187]. С.В. Гвардин указывает на то, что необходимость использования M&A заключается в возникновении такой ситуации, при которой развитие компании только на базе имеющихся у нее активов больше не представляется возможным. В подобный момент для выхода компании на качественно новый уровень ей необходим значительный «рывок». Данную возможность предоставляют слияния и поглощения. Характеризуя особенности слияний и поглощений как стратегии, С.В. Гвардин упоминает, что такая стратегия должна быть согласована с миссиями и целями всего бизнеса, и в связи с этим выделяет пять основных факторов, формирующих процесс выработки стратегии M&A. К ним, по мнению С.В. Гвардина, следует относить: достижение определенных финансово-экономических показателей, выправление финансового положения компании, устранение внутреннего или внешнего корпоративного конфликта, выгодный выход собственника из бизнеса, желание акционеров получить спекулятивный доход [14].

А.Д. Радыгин и Р.М. Энтов, проводят глубокое исследование мотивов проведения слияний и поглощений и отмечают, что «многие экономисты и политические деятели видят в них одно из важных проявлений рыночной дисциплины: конкуренция на рынке корпоративного контроля может обеспечивать переход фирмы в руки хозяйственных руководителей, реализующих более эффективную стратегию развития фирмы». Т.е. M&A могут использоваться при разнообразных хозяйственных ситуациях [89].

Д.В. Лысенко, указывая на то, что эффективность деятельности организации в современных условиях хозяйствования зависит в первую очередь от принятия своевременных и экономически целесообразных управленческих решений, также отмечает, что одним из путей динамичного развития компании, увеличения объема рынка и повышения капитализации организации является слияние и поглощение с другими субъектами хозяйствования [63].

А.И. Вострокнутова и М.В. Романовский, рассматривая вопросы финансовой стабилизации предприятий, замечают, что одним из способов ее проведения является реорганизация в форме слияний, присоединений, разделений, выделений и преобразований. Авторы указывают на то, что «реорганизация может осуществляться как успешно работающими, так и несостоятельными предприятиями. В первом случае она проводится с целью повышения эффективности деятельности и укрепления позиций на внутренних и мировых рынках. Во втором случае позволяет избежать банкротства, осуществить финансовую стабилизацию, усилить конкурентные преимущества» [57].

Таким образом, очевидно, что слияния и поглощения являются универсальной стратегией, доступной для проведения компанией на разных фазах ее внутреннего развития и при различных экономических обстоятельствах. В условиях общей стабильности, когда ситуация на финансовых рынках поддерживает активность инвесторов на высоком уровне, появляется возможность быстрой и относительно недорогой экспансии компаний за счет проведения M&A. В кризисные периоды, когда неблагоприятные внешние условия зачастую требуют от собственника проведения реструктуризации бизнеса, слияния и поглощения представляют собой привлекательную стратегию, позволяющую сэкономить на издержках или даже предотвратить банкротство. Исследование стратегии развития за счет слияний и поглощений представляет интерес для экономической науки как в периоды спада, так и подъема, тем самым сохраняя высокую актуальность на современном этапе.

Особую значимость в рамках изучения стратегии на основе M&A имеет исследование процесса принятия финансовых решений при проведении сделок -решений по привлечению источников финансирования (сроку, видам, формам погашения и т.п.) и денежным взаимоотношениям с собственниками [56, c. 354].

Выбор структуры финансирования сделки происходит на самых ранних этапах планирования и разработки стратегии M&A. Анализ потенциальной возможности осуществить сделку с одной стороны помогает обосновать ее в качестве способа развития компании, а с другой стороны позволяет определить степень эффективности стратегии M&A. В целом на современном этапе компаниям доступны разнообразные схемы финансирования транзакций. В их основе лежит использование разнообразных источников средств: собственного капитала, кредитов, вексельных и облигационных займы, эмиссионных выпусков акций и т.д. Ярким примером стратегии развития за счет слияний и поглощений, основанной на разработке комплексного финансового решения, являются выкупы долговым финансированием.

## Выявление факторов воздействия на эффективность выкупов долговым финансированием

Финансовый спонсор, ссылаясь на знание особенностей и тенденций развития отрасли, может представить оптимистичные перспективы дальнейшего развития, мотивируя тем самым потенциальных покупателей платить более высокую цену [157]. Еще один тип финансового арбитража, характерный для современного этапа, объясняется превосходством одних участников рынка над другими в профессиональном опыте и доступом к знаниям, позволяющим точнее определять стоимость компании-цели. Финансовые спонсоры имеют репутацию активных участников рынка, обладающих разветвленной сетью личных и профессиональных контактов, что позволяет им накапливать отраслевые знания и выявить сегменты, генерирующие наибольшую стоимость, а кроме того зачастую первыми узнавать о готовящейся сделке, что существенное увеличивает их конкурентное преимущество [193]. Крупные хорошо организованные фонды прямых инвестиций проводят систематический мониторинг рынка с целью поиска компаний-целей и являются членами международных сообществ, что обеспечивает быстрый обмен данными о той или иной транзакции, создавая «привилегированный взгляд на сделку» [16]. Финансовый арбитраж является вторичным драйвером, т.к. влияет на стоимость без воздействия на ее операционную деятельность.

К первичным драйверам L1, влияющим на создание стоимости при LBO за счет стимулирования преобразований в операционной деятельности, структуре капитала, активов и стиле управления, на основании изученной экономической литературы отнесем следующие: финансовый инжиниринг, управление операционной эффективностью и стратегией предприятия.

Финансовый инжиниринг предполагает рост стоимости компании за счет оптимизации структуры капитала и сокращения налоговых выплат. Финансовые спонсоры обладают превосходными знаниями рынка капитала и помогают менеджменту в проведении переговоров с банками относительно предоставляемого финансирования, а их долгосрочное партнерство с некоторыми финансовыми институтами и положительная репутация на рынке слияний и поглощений помогают получить на более выгодных условиях высокий объем заемных средств. В результате покупка компании-цели финансируется за счет выгодного соотношения заемного и собственного капитала, т.е. использования эффекта финансового рычага в качестве основы сделки. Кроме того, эксперты, анализирующие эффективность выкупов долговым финансированием отмечают, что высокая долговая нагрузка, присущая LBO, влечет за собой экономию на налогах, что также способствует увеличению стоимости компании-цели. Рост уровня заемного капитала в результате LBO предполагает возможность уменьшения налоговой базы за счет выплаты процентов по долгу, что создает «налоговый щит», оказывающий положительное влияние на денежные потоки [147].

Следующий первичный драйвер, представляющий собой усиление операционной эффективности компании-цели, подразумевает оптимизацию активной части баланса, рост маржинальных показателей и как следствие денежного потока. В разные периоды развития рынка LBO были опубликованы результаты исследований, подтверждающих рост стоимости компании-цели за счет управления операционной эффективностью. Экономисты различают следующие несколько способов управления эффективностью с целью роста стоимости компании. К первому относится снижение издержек и улучшение маржинальных показателей. Высокая долговая нагрузка и необходимость выплачивать проценты требуют от менеджмента приобретенной компании введения мер строжайшей экономии и существенного сокращения издержек при одновременном наращивании эффективности производства. Особое внимание экономисты разных периодов при этом уделяют вопросу снижения издержек за счет сокращения численности персонала (С. Каплан [158], П. Батлер [138], Ю. Либескинд, М. Вирсема и Г. Хансен [164]). Исследователи отмечают, что в ходе проведения выкупов долговым финансированием сокращение персонала способствует улучшению процессов и структуры предприятия. В дополнение к сокращению издержек повышается эффективность управления инвестициями. Наиболее распространенным способом является управление имеющимися корпоративными активами и рационализация их структуры, например, с помощью управления работающим капиталом, ужесточения контроля запасов и дебиторской задолженностью [130]. Важной составляющей управления операционной эффективностью является также возникновение «предпринимательского взгляда» на бизнес [156]. Новая группа владельцев корпорации включает ее бывших топ-менеджеров, вследствие чего владельцы оказываются непосредственно вовлеченными в деятельность, изменяются их стимулы, интересы, система компенсации менеджеров, что положительно влияет на деятельность управляемой ими компании.

И, наконец, третий первичный драйвер – создание стоимости при LBO за счет оптимизации стратегии дальнейшего развития компании-цели. Его действие проявляется за счет постановки более четких целей и более внимательного контроля за их выполнением. Очень часто LBO влекут за собой переориентацию бизнеса, направленную на сокращение числа различных направлений деятельности и концентрацию усилий на основном приоритетном направлении, сегменте или продукте [164]. Виды деятельности, являющиеся неприоритетными с точки зрения стратегии или не создающие конкурентное преимущество компании, часто продаются финансовым спонсором заинтересованным лицам [185]. Аналитики также отмечают, что успешная перепродажа компании финансовым спонсором или результаты IPO во многом зависят от стратегии предприятия и истории сильного роста [176]. Это подталкивает финансовых спонсоров либо следовать внутренней стратегии роста либо активно развиваться за счет перспективных инноваций или искать пути внешнего роста через приобретение новых бизнесов, а вместе с тем расширять рынки присутствия или масштабы производства [195]. Общий план реализации стратегии создается на стадии приобретения, но ее выполнение длится в течение фаз удержания и продажи компании.

## Оптимальная структура финансирования и ее значение при разработке эффективной стратегии на основе LBO

В целом, характеристика действующих на российском рынке фондов, выполненная в соответствии с предложенными классификационными признаками, не только помогает составить представление о его особенностях, но и позволяет нам сделать следующее замечание, имеющее определяющее значение для характеристики первого элемента структурирования LBO (в соответствии с представленной ранее Таблицей 2. Финансовые спонсоры, представляя собой группу очень гибких инвесторов, с одной стороны готовы искать привлекательные инвестиционные возможности в различных отраслях промышленности, странах и экономических ситуациях, с другой стороны выдвигают к компаниям-кандидатам целый ряд жестких требований, соответствие которым является первым индикатором степени эффективности сделки. В связи с этим, мы полагаем логичным считать, что существует определенный набор предпосылок, позволяющих финансовому спонсору еще во время фазы приобретения определить потенциал планируемой сделки. Сформулируем данные предпосылки на основе систематизации собственных наблюдений, полученных при рассмотрении отдельных примеров LBO, а также заключений, сделанных в работах П. Гохана, А. Дамодарана, Ю.В. Игнатишина, А.Д. Радыгина, Н.Б. Рудыка, Р.М Энтова. Условно обозначим данные свойства компании-цели в качестве базовых.

Во-первых, компания-цель должна обладать нераскрытым потенциалом: чаще всего в качестве кандидата LBO выступают неосновные подразделения больших компаний или непрофильные сегменты холдинговых групп. Среди публичных компаний это могут быть те, чьи акции недооценены рынком, но, по мнению инвестора, имеют возможность улучшить результаты деятельности при сохранении управления нынешними руководителями. Во-вторых, компания-цель должна генерировать значительный по объему и стабильный для возможности прогнозирования денежный поток. В связи с высокой долей заемных средств, инвесторы требуют стратегию, которая демонстрировала бы способность поддержать периодические выплаты процентов и выплату долга по истечении срока ссуд и ценных бумаг. Вследствие этого, деловые характеристики, которые подтверждают предсказуемость денежного потока (например, компания реализует свою деятельность в развитом бизнесе или занимает нишу с устойчивым покупательским спросом, имеет развитую клиентскую базу и долгосрочные коммерческие контракты и т.п.) увеличивают привлекательность компании как цели для LBO. В-третьих, желательным является лидирующее или защищенное положение компании-цели на рынке, укрепившиеся отношения с клиентами, узнаваемость бренда, а также востребованность продуктов и услуг и т.п., что подтверждается высокими финансовыми показателями на протяжении длительных периодов времени. В-четвертых, масштабы деятельности предприятия по параметрам выручки должны быть существенными. В такой ситуации банки с большей вероятностью согласятся предоставить заемные средства для финансирования сделки. В-пятых, компания-цель обязательно должна обладать способностью к росту: как внутреннему (органическому), так и внешнему (через последующие M&A). Коэффициенты роста выше рыночных обеспечивают большие объемы выручки, позволяют генерировать значительный уровень ликвидных активов для выплаты долга, и при этом наращивать EBITDA и стоимость предприятия. Рост также увеличивает вероятность скорого выхода из состава акционеров и обеспечивает инвестору гибкость в выборе способа выхода. В-шестых, важно, чтобы компания-цель имела резервы повышения эффективности, т.е. должна существовать возможность улучшить показатели операционной деятельности и сэкономить на издержках, и тем самым заложить основу для создания добавленной стоимости. В-седьмых, для целей LBO инвесторы отдают предпочтения компаниям, капитальные затраты которых (CAPEX от англ. Capital Expenditures) в прогнозном периоде будут сохраняться на относительно низком уровне. При прочих равных условиях низкий уровень CAPEX увеличивает возможность компании сгенерировать больший денежный поток. Компании с существенным уровнем CAPEX обладают инвестиционной привлекательностью при наличии высокого потенциала роста, значительным уровнем прибыли и подходящей стратегией. В-восьмых, компания-цель должна располагать сильной активной базой, которая, выступая в качестве залога, снижает риск кредиторов в случае банкротства, а также увеличивает их готовность предоставления необходимого объема заемных средств.

Базовые характеристики компании-цели и первичная индикация эффективности LBO И, наконец, одной из ключевых предпосылок LBO является руководство компании, которое должно быть представлено опытным и квалифицированным менеджментом, что позволит впоследствии достичь поставленные цели, несмотря на отягощенность структуры капитала компании высокой долговой нагрузкой. Графически представим комплекс предпосылок на Рисунке 8.11

Заметим, что проверка соответствия перечисленным базовым предпосылкам в первую очередь важна для покупателя, представленного финансовым спонсором. Для стратегического инвестора, руководствующегося иными мотивами, центральным критерием являются возможности собственного роста за счет приобретения или реализация возможных синергетических эффектов. Представленный список базовых предпосылок для случая стратегического инвестора будет изменяться в зависимости от внутренних характеристик самого покупателя и представляет частный индивидуальный случай для каждой отдельной транзакции, в связи с чем в данном диссертационном исследовании не рассматривается.

Ранее нами было показано, что в условиях ценностно-ориентированного подхода, закрепившегося на современном этапе в качестве доминирующей парадигмы, ключевым показателем эффективности стратегии, является объем добавленной стоимости, созданной в процессе ее реализации. С учетом этого мы предлагаем считать, что выявление степени соответствия компании-цели перечисленным базовым свойствам, позволяет на самых ранних этапах определить, обладает ли выкуп долговым финансированием определенной компании потенциалом к созданию добавленной стоимости. Определять наличие потенциала к созданию добавленной стоимости на основе анализа соответствия базовым свойствам мы рекомендуем с помощью расчета составленного нами перечня коэффициентов, который мы условно обозначили KPI компании для целей LBO (ключевые показатели эффективности от английского Key Performance Indicators LBO Target или сокращенно KPILBO).

## Выявление перспектив использования стратегии на основе LBO и потенциальные области проведения дальнейшего исследования

Кредиторы обычно представляют средства из расчета 85% стоимости дебиторской задолженности и 50% стоимости товарно-материальных запасов компании-цели за вычетом незавершенного производства [181]. Старший долг может быть представлен в одной из его форм: возобновляемого долга, необходимость которого заключается в частичном финансировании покупки и дальнейшего пополнения оборотных средств, или срочного долга, который покрывает цену приобретения целевой компании [123]. Промежуточный долг подчинен старшему и обеспечивается такими активами, как земля и средства производства, стоимость которых основывается на ликвидационной стоимости. В отличие от старшего долга, предоставляемого на срок от трех до шести лет, промежуточный долг, как правило, имеет срок от шести месяцев до одного-двух лет, в зависимости от вида обеспечения [148]. Особенностью заемного капитала как инструмента финансирования является необходимость полного погашения долга за определенный период, а также оплаты вознаграждения в размере закрепленной договором процентной ставки. Даже при наличии существенной активной базы может сложиться ситуация, когда ее объем окажется недостаточным для залога, т.е. может возникнуть финансовый разрыв. В подобных случаях для структурирования LBO используется необеспеченный долг, называемый также субординированным или младшим субординированным долгом. Он представляет собой долг, кредиторы которого обладают второстепенным правом на изъятие активов фирмы в случае ее банкротства. Основным видом необеспеченного долга является мезонинное финансирование, называемого в банковской практике также «промежуточным» или «гибридным», т.к. оно обладает характеристиками как заемного, так и собственного капитала. Сходство с собственным капиталом объясняется тем, что кредиторы, как правило, получают варранты, которые впоследствии могут быть конвертированы в акции компании-цели [182]. Основными преимуществами мезонинного финансирования являются большая чем у заемных средств гибкость и меньшие затраты на его привлечение по сравнению с собственным капиталом.

Реализация мезонинного финансирования, доля которого при LBO обычно колеблется от 10% до 20%, на практике может осуществляться по-разному и в связи с этим занимать различное положение по шкале соотношения риска к доходности вложений между собственным и заемным капиталом [151]. Исследование иностранных рынков капитала позволяет нам выделить следующие виды мезонинного финансирования: мезонинный кредит, финансирование с оформлением негласного участия, прибыльные сертификаты, мезонинное финансирование с размещением ценных бумаг (опционов, варрантов, привилегированных акций), а также с эмиссией высокодоходных и высокорискованных «бросовых» облигаций («мусорных»), бридж-финансирование. Многообразием видов мезонинного финансирования в зарубежной практике объясняется наличие различных способов оплаты вознаграждения за предоставление мезонинного финансирования: фиксированные или переменные процентные платежи, купонный доход, доход от реализации варрантов или опционов, участие в прибыли заемщика и т.д. Мы полагаем, что именно невысокая степень развитости мезонинного финансированием является одним из препятствий к развитию LBO в России. Из всех его видов, представленных в Европе и США, на российском рынке на современном этапе распространение получил только мезонинный кредит, который реализуется в следующей форме. Кредитная часть сделки, гарантирующая кредитору получение текущей доходности, оформляется между кредитором и заемщиком путем заключения кредитного договора и подписания обеспечительной документации. Дополнительная (отложенная) мезонинная доходность кредитора обеспечивается путем приобретения кредитором до заключения или одновременно с заключением кредитного договора долей в капитале компании специального назначения (Special Purpose Vehicle – SPV) по номинальной стоимости или за «символическую» сумму, а также путем оформления залогов доли и опционов [62]. SPV впоследствии выступает в качестве компании-покупателя при LBO. Не только высокий риск необеспеченного кредитования при использовании мезонинного финансирования делают его применение в России менее распространенным, чем в Европе и США, но и недоработки в российском праве. Основная сложность заключается в том, что в российском законодательстве не выработаны полноценные механизмы субординирования требований по обязательствам в их классическом виде [87]. 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. На современном этапе дополнительные возможности для развития мезонинного финансирования представляют меры Правительства РФ, направленные на укрепления взаимоотношений с азиатскими странами, странами СНГ, а также другими развивающимися странами. Например, РФПИ, 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. США в течение 2015-2018гг. Механизм предусматривает не прямые гарантии, а софинансирование сделок, т.е. участие в фондировании компании, получающей кредит от китайской стороны [82]. 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.