

ОСОБЕННОСТИ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ СДЕЛОК ФИНАНСИРУЕМОГО ВЫКУПА НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Екатерина Григорьевна МАРКОВА

студентка факультета менеджмента, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
ekaterinapg@mail.ru

История статьи:

Принята 23.12.2015
Принята в доработанном виде
19.01.2016
Одобрена 09.02.2016

УДК 334.021

JEL: G34, L29, M29

Ключевые слова: слияния и поглощения, финансируемый выкуп, сделка

Аннотация

Предмет. В статье выявлены основные особенности сделок финансируемого выкупа на российском рынке и определены перспективы развития в России на фоне современных тенденций в российской и мировой экономике.

Цели. Исследование российского рынка сделок финансируемого выкупа как части рынка слияний и поглощений в сравнении с мировыми тенденциями. Анализ основных параметров сделки компании АФК «Система» по финансируемому выкупу компаний нескольких отраслей.

Методология. С помощью эконометрических методов проанализированы мировой и российский рынок сделок слияний и поглощений по сумме и количеству сделок, определены основные направления развития рынка сделок по финансируемому выкупу.

Результаты. Рынок сделок финансируемого выкупа в России демонстрирует тенденции, аналогичные мировому рынку слияний и поглощений. В настоящее время российский рынок M&A недостаточно развит по сравнению с мировым. В условиях экономической и политической нестабильности российский рынок слияний и поглощений продемонстрировал спад на 38% с 2014 по 2013 г. В силу того что сделки финансируемого выкупа носят закрытый характер, перспективы его развития трудно прогнозируемы.

Выводы. В условиях глобальной турбулентности развитие сделок финансируемого выкупа, как и всего рынка слияний и поглощений, возможно после осуществления фундаментальных преобразований на финансовом рынке. Проблемы инфляции и растущая стоимость заемных средств существенно ограничивают развитие рынка сделок финансируемого выкупа, поскольку снижается их привлекательность с использованием механизма заемного финансирования.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

Актуальность выбранной темы обусловлена тем, что в настоящее время рынок слияний и поглощений (M&A) в России недостаточно развит по сравнению с зарубежными рынками. Кроме того, экономические санкции стран Евросоюза, США и др. против России и ответные российские санкции, падение курса рубля, ослабление национальной экономики привели к сокращению иностранных инвестиций в российские активы. Как следствие, уменьшилось количество совершаемых сделок на рынке M&A, и многие проекты таких сделок были приостановлены. По данным статистики, зарубежные рынки слияний и поглощений в 2014 г. выросли на 44% – до 3,26 трлн долл. США, в то время как российский рынок продемонстрировал спад на 38%, до 71,1 млрд долл.¹, что объясняется экономической и политической нестабильностью, падением цен на нефть и курсом национальной валюты.

В статье рассмотрены особенности сделок финансируемого выкупа (LBO) как составной

части рынка M&A и перспективы развития сделок в российской практике.

Сделки LBO, известные в России как финансируемый выкуп, представляют собой приобретение компании-цели с помощью использования заемных средств (левериджа, кредитного плеча). В некоторых случаях доля заемных средств может достигать 100%. Процесс выкупа компании сопровождается приобретением контрольного пакета акций. В сделке участвуют четыре стороны: компания-цель (объект), кредиторы, организатор(ы) сделки и юридическое лицо, аккумулирующее активы компании-цели. Объектами становятся компании, как правило, с низким кредитным рейтингом и недооцененные рынком.

Инвестиционный банк зачастую выступает инициатором сделки, то есть создания компании-покупателя для выкупа компании-цели с использованием долгового финансирования. При осуществлении сделки LBO происходит структурирование финансирования,

¹ KPMG – Обзор рынка слияний и поглощений в России в 2014 г.

предполагающее, что часть средств предоставляется в виде долгосрочных кредитов на срок от трех до шести лет (обеспечены активами компании-цели), другая часть средств – в виде краткосрочного (бридж) финансирования сроком до одного года. Такое структурирование значительно уменьшает риск возникновения дефолта. Если заемных средств оказывается недостаточно для осуществления сделки, привлекаются дополнительные источники финансирования без обеспечения – субординированные кредиты, по которым предлагается более высокая процентная ставка, поскольку при возникновении дефолта первой очередностью удовлетворения требований обладают старшие кредиторы, последней – субординированные. Так, структура финансирования сделки LBO может иметь следующий вид:

- на старший долг с обеспечением приходится 5–20%;
- субординированный долг составляет 40–80%;
- на обыкновенные и привилегированные акции приходится 10–20% и 1–20% соответственно.

Таким образом, отсутствует необходимость отвлечения дополнительных средств из операционной деятельности компании и происходит диверсификация рисков. Еще одним преимуществом сделок LBO является увеличение стоимости компании-покупателя. При этом повышается возможность быстрого развития бизнеса и получения вертикальной и горизонтальной интеграции в короткие сроки.

Тем не менее имеется ряд недостатков, присущих сделкам LBO. Так, существует необходимость совершения высоких фиксированных платежей по долгу, повышенная долговая нагрузка увеличивает операционный рычаг компании, что увеличивает риски, повышая чувствительность финансовых результатов компании к динамике бизнес-циклов и действиям конкурентов. Как следствие, этот механизм не подходит для приобретения компаний со сверхвысокими прогнозируемыми темпами роста или высоким риском ведения бизнеса².

При анализе рынка сделок LBO в России можно выделить ряд проблем. Во-первых, рынок LBO в информационном плане закрыт, сделки финансируемого выкупа непрозрачны, и, как правило, публичные сделки происходят крайне

редко. Зачастую финансирование таких сделок осуществляется банками, с которыми компания-покупатель имеет дружественные отношения, то есть это скорее некие внутренние сделки между дружественными акционерами, но не банковское финансирование на рыночной основе. Во-вторых, в России только ограниченное количество банков занимаются сделками LBO, так как помимо «длинных денег» коммерческим банкам необходимо иметь соответствующее подразделение и профессиональную команду специалистов. Например, в отличие от зарубежных инвестиционных банков, таких как JP Morgan, CSFB, HSBC, Deutsche Bank российские инвестиционные компании не имеют достаточного количества собственных долгосрочных ресурсов для финансирования сделок LBO. Поэтому даже крупные инвестиционные банки, такие как ЗАО Банк «Тройка Диалог», КБ «Ренессанс Капитал» (ООО), могут осуществить только бридж-финансирование с дальнейшим рефинансированием, например через выпуск облигационных займов³. В-третьих, отсутствует публичная статистическая информация о подобных сделках, что объясняется, с одной стороны, закрытым характером информации о проведении сделок LBO, с другой стороны, тем, что финансируемый выкуп в России стал осуществляться позже, нежели на зарубежных рынках, поэтому исследования этого сегмента рынка M&A проводились редко.

Для анализа этого сегмента рынка необходимо проследить основные тенденции российского рынка слияний и поглощений и сравнить их с тем, что происходит на мировом рынке сделок.

Анализируя данные, приведенные на рис. 1, 2, можно сделать вывод, что российский рынок слияний и поглощений демонстрирует противоположную динамику по сравнению с мировым рынком. Низкие цены на сырьевые товары и ограничение доступа к капиталу стали причиной падения суммы сделок в секторе металлургии и горнодобывающей промышленности на 56% (до 5,3 млрд долл.). Крупнейшие отечественные компании были нацелены на продажу своих активов в целях снижения долговой нагрузки. Помимо этого низкой оставалась инвестиционная привлекательность таких отраслей, как энергетика и коммунальное хозяйство⁴, а также произошло

³ Омарбекова А. LBO по-русски // Слияния и поглощения. 2004. № 9.

⁴ Обзор рынка слияний и поглощений в России в 2014 г. URL: <http://www.kpmg.com/ru/ru/issuesandinsights>

² Силаев Н.А. Проблемы развития рынка слияний и поглощений в России. 2012. 69 с.

снижение сделок в нефтегазовом секторе на фоне санкций и падения цен на нефть. Обзор тенденций на российском и мировом рынке M&A позволил выявить тренды развития, которые можно применить к обзору рынка сделок LBO.

В силу информационной закрытости сделок LBO можно предположить, что как по сумме сделок, так и по количеству на российском рынке наблюдается спад, связанный с экономическими и политическими внешними факторами. Так, растущие инфляция и процентные ставки снижают возможности развития этого сегмента рынка M&A, поскольку заемные средства становятся дороже.

Несмотря на то что сделки LBO носят непубличный характер, в начале 2015 г. был анонсирован проект такой сделки компанией АФК «Система». Эта компания планировала осуществить финансируемый выкуп нескольких компаний в различных отраслях экономики. Наибольший интерес для нее представляют организации с соотношением долга к EBITDA не более трех. Это преимущественно компании банковской и металлургической сфер деятельности⁵. В соответствии с заявлениями президента АФК «Система» М. Шамолина, в структуре LBO около 50% стоимости сделки будет профинансировано за счет заемных средств, привлеченных ООО «Деревообработка-проект» и

ОАО «Сегежский ЦБК». Сделка позволит оптимизировать бизнес-процессы и повысить маржу по EBITDA до уровня 14–15%⁶. Дальнейшее развитие событий по реализации сделки в средствах массовой информации не раскрывается.

В современных условиях перспективы развития рынка LBO являются труднопрогнозируемыми. Недостаточное развитие долгосрочного кредитования, высокая стоимость заемных средств, сложность прогнозирования денежных потоков у большинства компаний, а также непрозрачность отчетности ведут к тому, что развитие сделок финансируемого выкупа замедляется, несмотря на то что LBO является довольно эффективным механизмом финансирования сделок на рынке M&A.

Перспективы развития тесным образом связаны с возможностью осуществления фундаментальных преобразований на финансовом рынке. Проблемы инфляции и растущая стоимость заемных средств существенно ограничивают развитие рынка сделок LBO, поскольку снижается их привлекательность с использованием механизма заемного финансирования. Таким образом, можно заключить, что развитие сделок LBO, как и развитие всего рынка M&A в целом, зависит от ряда факторов, в том числе от состояния экономики российского рынка.

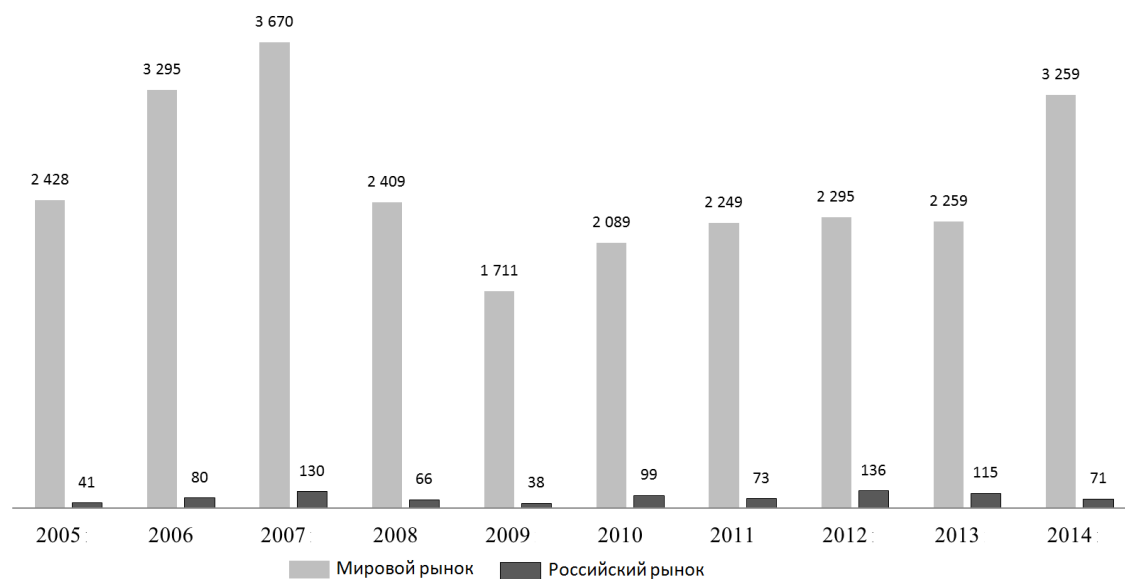
articlespublications/pages/ma-survey-report-2014.aspx

⁵ «Система» рассматривает возможность выкупа компаний из разных отраслей. URL: <http://www.rbc.ru/rbcfreenews/551d62509a7947f54a75a6bc>

⁶ АФК «Система» инвестирует в лесную, деревообрабатывающую и целлюлозно-бумажную отрасли. URL: <http://news.unipack.ru/49559/>

Рисунок 1

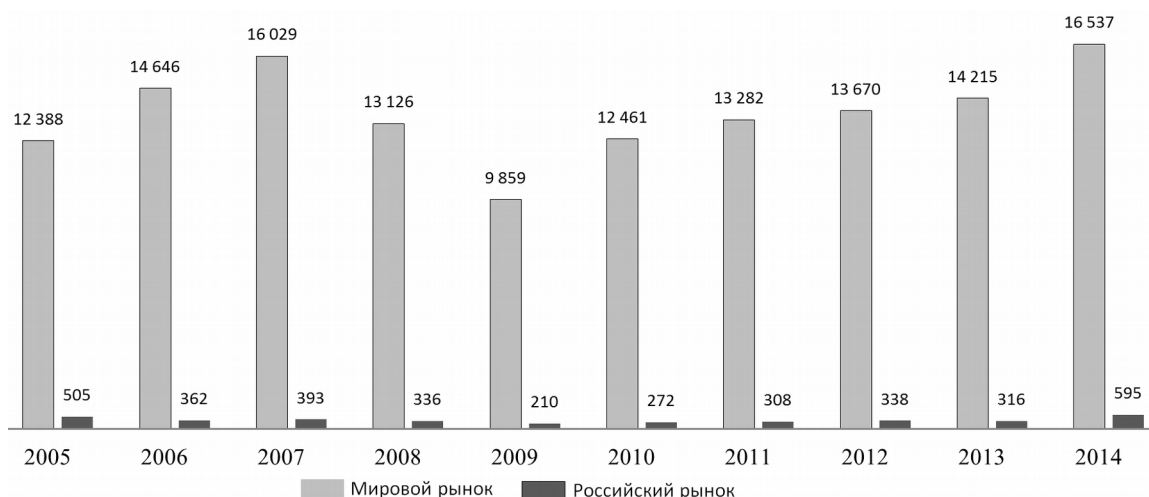
Мировой и российский рынки слияний и поглощений по сумме сделок за 2005–2014 гг., млрд долл.



Источник: составлено автором по данным исследования KPMG

Рисунок 2

Мировой и российский рынки слияний и поглощений по количеству сделок с 2005 по 2014 гг., ед.



Источник: составлено автором по данным исследования KPMG

Список литературы

1. Бегаева А.А. Корпоративные слияния и поглощения: проблемы и перспективы правового регулирования: монография / отв. ред. Н.И. Михайлов. М.: Инфотропик Медиа, 2010. 256 с.
2. Беглова Ю.С. Эффективность сделок по слиянию и поглощению: миф или реальность // Российское предпринимательство. 2013. № 8. С. 110–114.
3. Зименков Р.И. Российский рынок слияний и поглощений // Российский внешнеэкономический вестник. 2010. № 8. С. 24–32.
4. Карелина М.Г. Этапы и особенности развития российского рынка слияний и поглощений // Молодой ученый. 2014. № 3. С. 505–507.
5. Омарбекова А. LBO по-русски // Слияния и поглощения. 2004. № 9.

6. *Поликарпова М.Г.* Процессы слияний и поглощений в российской экономике: теория и практика статистического исследования: монография. Магнитогорск: МГТУ им. Г.И. Носова, 2013. С. 54–78.
7. *Поликарпова М.Г.* Эконометрический анализ российского рынка слияний и поглощений // Прикладная эконометрика. 2011. № 4. С. 27–47.
8. *Полунин Л.В., Гуменная С.* Слияния и поглощения в банковской сфере: зарубежный и российский опыт // Саяпинские чтения: сборник материалов круглого стола. Вып. 7. Тамбов: Наука, бизнес, общество, 2014. С. 102–115.
9. *Приказчик А.И., Коява Л.В.* Факторы выбора инструментов финансирования сделок слияний и поглощений // Состояние и перспективы развития экономики в условиях неопределенности: сборник статей Международной научно-практической конференции, 19 февраля 2014 г. Уфа: РИЦ БашГУ, 2014. С. 228–233.
10. *Радыгин А.* Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы // Вопросы экономики. 2009. № 10. С. 23–45.
11. *Рудык Н.Б.* Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов. М.: Дело, 2005. 224 с.
12. *Румянцев И.М.* Практика применения сделок слияний и поглощений в банковской сфере // Актуальные вопросы экономики и современного менеджмента: сборник научных трудов по итогам международной научно-практической конференции. Вып. 2. Самара: ИЦРОН, 2015. С. 160–162.
13. *Рыбин Е.В.* Слияния и поглощения банков в России как фактор экспансии иностранного банковского капитала // Деньги и кредит. 2007. № 3. С. 37–42.
14. *Савалей В.В.* К оценке эффективности финансирования сделок по слиянию и поглощению // Вестник Тихоокеанского государственного экономического университета. 2007. № 4. С. 25–41.
15. *Самойлова С.С., Шепелев О.М.* Современные способы финансирования корпоративных бизнес-групп // Социально-экономические явления и процессы. 2011. № 10. С. 169–172.
16. *Толмачева Ю.Е., Зотова А.В., Савосина З.П.* Особенности процессов слияния и поглощения в России // Сборник материалов V Всероссийской, 58 научно-практической конференции молодых ученых «Россия молодая» (16–19 апреля 2013 г.). Т. 2. Кемерово: Кузбасский ГТУ им. Т.Ф. Горбачева, 2013. С. 188–190.
17. *Филимонов А.* Банковская лихорадка. Количество слияний и поглощений в банковском секторе бьет рекорды // Слияния и Поглощения. 2013. № 4.
18. *Dong M., Hirshleifer D., Richardson S., Teoh S.H.* Does investor misvaluation drive the takeover market? // Journal of Finance. 2006. № 61. P. 725–762.
19. *Rosenbaum J., Pearl J.* Investment Banking. Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions. Hoboken, New Jersey, 2009. 332 p.

DEVELOPMENT SPECIFICS AND PROSPECTS OF LEVERAGED BUYOUTS IN THE RUSSIAN MARKET

Ekaterina G. MARKOVA

Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
ekaterinapg@mail.ru

Article history:

Received 23 December 2015
Received in revised form
19 January 2016
Accepted 9 February 2016

JEL classification: G34, L29,
M29

Keywords: mergers and
acquisitions, leveraged buyout,
transaction

Abstract

Importance The article emphasizes key specifics of leveraged buyouts in the Russian market and determines respective prospects in Russia, considering domestic and global economic trends.

Objectives The research investigates the Russian market of deals for leverage buyouts as part of mergers and acquisitions market as compared with global trends, and analyzes key indicators of the deal closed by Sistema Financial Corporation for leveraged buyout of companies in several industries.

Methods Using econometric methods, I analyzed global and domestic M&A market in terms of the amount and number of deals and determined how the leveraged buyout market mainly develops.

Results The leveraged buyout market in Russia evolves identically with the global M&A market. Currently, the Russian M&A market is underdeveloped as opposed to the global one. Whereas the leveraged buyouts are of closed nature, it is difficult to forecast its development.

Conclusions and Relevance Considering global turbulence, leveraged buyouts and the entire M&A market will develop after the financial market is fundamentally altered. Inflation and growing borrowing costs considerably impede the development of leveraged buyout practices, since they lose their attractiveness due to the leverage finance mechanism.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2015

References

1. Begaeva A.A. *Korporativnye sliyaniya i pogloshcheniya: problemy i perspektivy pravovogo regulirovaniya: monografiya* [Corporate mergers and acquisitions: issues and prospects of legal regulation: a monograph]. Moscow, Infotropik Media Publ., 2010, 256 p.
2. Beglova Yu.S. *Effektivnost' sdelok po sliyaniyu i pogloshcheniyu: mif ili real'nost'* [The effectiveness of mergers and acquisitions: myth or reality]. *Rossiiskoe predprinimatel'stvo = Russian Journal of Entrepreneurship*, 2013, no. 8, pp. 110–114.
3. Zimenkov R.I. *Rossiiskii rynek sliyanii i pogloshchenii* [The Russian market of mergers and acquisitions]. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik = Russian Foreign Economic Bulletin*, 2010, no. 8, pp. 24–32.
4. Karelina M.G. *Etapy i osobennosti razvitiya rossiiskogo rynka sliyanii i pogloshchenii* [Stages and specifics of the Russian M&A market development]. *Molodoi uchenyi = Young Scientist*, 2014, no. 3, pp. 505–507.
5. Omarbekova A. *LBO po-russki* [LBO in the Russian fashion]. *Sliyaniya i Pogloshcheniya = Mergers and Acquisitions*, 2004, no. 9.
6. Polikarpova M.G. *Protsessy sliyanii i pogloshchenii v rossiiskoi ekonomike: teoriya i praktika statisticheskogo issledovaniya: monografiya* [Mergers and acquisitions in the Russian economy: theory and practice of statistical research: a monograph]. Magnitogorsk, Nosov Magnitogorsk State Technical University Publ., 2013, pp. 54–78.
7. Polikarpova M.G. *Ekonomicheskiy analiz rossiiskogo rynka sliyanii i pogloshchenii* [Econometric analysis of the Russian market of mergers and acquisitions]. *Prikladnaya ekonometrika = Applied Econometrics*, 2011, no. 4, pp. 27–47.
8. Polunin L.V., Gumennaya S. [Mergers and acquisitions in banking: international and Russian experience]. *Sayapinskie chteniya: materialy konferentsii* [Proc. Sci. Conf. The Sayapin Readings]. Tambov, Nauka, biznes, obshchestvo Publ., 2014, vol. 7, pp. 102–115.
9. Prikazchik A.I., Koyava L.V. [Factors for choosing M&A financing tools]. *Sostoyanie i perspektivy razvitiya ekonomiki v usloviyakh neopredelennosti: materialy mezhdunarodnoi nauchno-prakticheskoi*

- konferentsii* [Proc. Int. Sci. Conf. The Condition and Prospects for Economic Development During Uncertainty]. Ufa, Bashkir State University Publ., 2014, pp. 228–233.
10. Radygin A. Rossiiskii rynek sliyanii i pogloshchenii: etapy, osobennosti, perspektivy [Russia's market of mergers and acquisitions: stages, features, and prospects]. *Voprosy Ekonomiki*, 2009, no. 10, pp. 23–45.
 11. Rudyk N.B. *Konglomerativnye sliyaniya i pogloshcheniya: kniga o pol'ze i vrede neprofil'nykh aktivov* [Conglomerate M&A: a book on the use and harm of non-core assets]. Moscow, Delo Publ., 2005, 224 p.
 12. Rumyantsev I.M. [M&A practices in banking]. *Aktual'nye voprosy ekonomiki i sovremennogo menedzhmenta: materialy mezhdunarodnoi nauchno-prakticheskoi konferentsii* [Proc. Int. Sci. Conf. Current Issues of Economics and Contemporary Management]. Samara, ITsRON Publ., 2015, iss. 2, pp. 160–162.
 13. Rybin E.V. Sliyaniya i pogloshcheniya bankov v Rossii kak faktor ekspansii inostrannogo bankovskogo kapitala [M&A in the Russian banking as a factor for expansion of foreign bank capital]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2007, no. 3, pp. 37–42.
 14. Savalei V.V. K otsenke effektivnosti finansirovaniya sdelok po sliyaniyu i pogloshcheniyu [On evaluation of M&A financing efficiency]. *Vestnik Tikhookeanskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta = Bulletin of PNU*, 2007, no. 4, pp. 25–41.
 15. Samoilova S.S., Shepelev O.M. Sovremennye sposoby finansirovaniya korporativnykh biznes-grupp [Contemporary methods for finance of corporate business groups]. *Sotsial'no-ekonomicheskie yavleniya i protsessy = Socio-Economic Phenomena and Processes*, 2011, no. 10, pp. 169–172.
 16. Tolmacheva Yu.E., Zotova A.V., Savosina Z.P. [Specifics of M&A processes in Russia]. *Rossiya molodaya: materialy V Vserossiiskoi nauchno-prakticheskoi konferentsii* [Proc. 5th All-Russ. Sci. Conf. Young Russia]. Kemerovo, KuzSTU Publ., 2013, vol. 2, pp. 188–190.
 17. Filimonov A. Bankovskaya likhoradka. Kolichestvo sliyanii i pogloshchenii v bankovskom sektore b'et rekordy [Banking fever. The number of M&A in banking is record high]. *Sliyaniya i Pogloshcheniya = M&A*, 2013, no. 4.
 18. Dong M., Hirshleifer D., Richardson S., Teoh S.H. Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market? *Journal of Finance*, 2006, vol. 61, iss. 2, pp. 725–762.
 19. Rosenbaum J., Pearl J. *Investment Banking. Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*. Hoboken, New Jersey, 2009, 332 p.