

## **Организация финансирования сделок M&A: особенности проведения сделок Leveraged Buyout и возможности их применения**

**Вирабян С.Н.**, аспирант, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия

**Аннотация.** В данной статье рассматриваются особенности применения сделок Leveraged Buyout (далее – LBO), которые только начинают приобретать распространение на российском рынке корпоративного контроля. Выявлены основные причины низкой популярности данного вида финансирования на рынке M&A в России, а также перспективы развития LBO.

**Ключевые слова:** M&A, Leveraged Buyout, заемное финансирование.

## **Organization of M&A financing: features of Leveraged Buyout transactions and the possibility of their application**

**Virabyan S.N.**, postgraduate, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

**Annotation.** The features of the application of Leveraged Buyout transactions (hereinafter – LBO) are considered in this article, that are just beginning to gain distribution in the Russian corporate control market. The main reasons for the low popularity of this type of financing in the M&A market in Russia, as well as possibilities of the growth of LBO, are identified.

**Keywords:** M&A, Leveraged Buyout, loan financing.

Одной из основных целей деятельности компании является ее совокупный рост. В научной литературе выделяют органический рост (преимущественно за счет расширения производственных мощностей) и экстенсивный (неорганический) рост (за счет установления контроля над другими компаниями).

Одной из стратегий неорганического роста являются сделки по слиянию и поглощению (далее – М&А<sup>1</sup>).

Финансирование сделок на рынке корпоративного контроля осуществляется на основе использования ряда источников. В последние десятилетия Leveraged Buyout (так называемый выкуп долей акционерного общества при помощи инструмента заемного финансирования, далее – LBO) стал довольно популярной моделью М&А.

Выкуп с использованием заемных средств часто используют для усиления конкурентных преимуществ на рынке и выхода на новые рынки, для диверсификации портфеля. Покупатели заинтересованы в выкупе компании или доли в компании с использованием заемных средств, т.к. для этого нет необходимости вкладывать значительную часть своих собственных денег, что позволяет им заявить о более высокой внутренней норме доходности (IRR). Выкуп за счет заемных средств позволяет компаниям получать более высокую доходность.

«Особенностью LBO является высокий процент долговой нагрузки, который инвестор использует при структурировании сделки LBO, в то время как уровень собственного капитала, использующийся в сделке, остается относительно низким»<sup>2</sup>. Таким образом, все сделки, в которых применяется долговое финансирование более чем на 50% от общего объема сделки, могут быть квалифицированы как LBO. В целом, доля долга при использовании LBO колеблется в пределах 50-85%, хотя были случаи, когда заемными средствами погашалось более 95% от покупной цены.

Рассмотрим некоторые ситуации, при которых модель LBO – выкупа актива за счет заемных средств – может быть привлекательна для инвесторов.

---

<sup>1</sup> М&А – общепринятое сокращение, которое обозначает все виды деятельности по слияниям и поглощениям. Оно образовано из первых букв двух слов (англ. Merger – слияние; Acquisition – поглощение)

<sup>2</sup> Gaughan, Patrick A. Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings / P. Gaughan // 3rd Edition; John Wiley & Sons, Inc. – New York. – 2002. – p. 285.

1. Данная модель может заинтересовать тех инвесторов, которые хотят сделать публичную компанию частной. Использование LBO для покупки большинства акций и вывода их с рынка – это один из способов сделать это.

2. Также это может заинтересовать инвесторов, которые хотят разбить компанию. В качестве примера можно рассмотреть ситуацию, когда анализируется крупная компания и выясняется, что она настолько неэффективна, что ее части стоят больше, чем целиком вся компания. В таком случае можно приобрести компанию, используя модель выкупа с использованием заемных средств, а затем продать достаточно филиалов или подразделений для погашения кредита.

3. Покупатель считает, что компания плохо управляется и может стоить намного дороже при новом владельце. В таком случае можно приобрести компанию, а затем улучшить ее деятельность, а впоследствии есть возможность продать ее за большую стоимость, чем при покупке.

4. В случае, если компания находится в экономически слабом положении, а акционеры не готовы финансировать дальше, менеджмент компании может выкупить ее. Так как менеджмент может не обладать необходимо суммой денежных средств, можно привлечь заемные. Это подкатегория LBO: выкуп менеджментом. Основное отличие состоит в том, что LBO – это выкуп за счет заемных средств иным лицом, не причастным к деятельности компании, в то время как MBO – это выкуп менеджмента, когда менеджеры компании сами покупают доли в компании, которой управляют. Также при LBO обычно создается новая команда менеджеров, тогда как при MBO текущая команда менеджеров продолжает свою деятельность.

В сделке MBO команда менеджеров полагает, что они могут использовать свой опыт для развития бизнеса и улучшения его деятельности. Эти сделки обычно происходят, когда владелец-основатель хочет уйти в отставку или хочет, чтобы мажоритарный акционер вышел. Кредиторам часто нравится выкуп менеджерами, потому что они обеспечивают непрерывность операций бизнеса и

команды топ-менеджеров. Этот переход часто устраивает и клиентов бизнеса, поскольку они могут ожидать, что качество обслуживания останется прежним.

В научно литературе существуют мнение, что привлечение заемного финансирования для выкупа всей компании или доли в компании позволяет принести выгоду бизнесу<sup>3</sup>.

Основная причина использования данного метода поглощения заключается в «возможности увеличения доходности на вложенный капитал из-за высокого уровня долга. Так как доходность по сделке выше, чем проценты, уплаченные инвестором за обслуживание долга, уровень доходности возрастает на дельту из-за разницы в показателях. Также увеличение доходов может быть объяснено еще одним фактором – налоговой экономией. T. Opler и S. Titman описывают этот эффект как уменьшение налогооблагаемой прибыли компании за счет выплаты процентов по долгу»<sup>4</sup>.

Следует отметить, что текущая ситуация на рынке, а особенно доступ к большим суммам заемного финансирования, оказывают большее влияние на вероятность успешного проведения LBO в сравнении с традиционными сделками M&A. В случае, когда на рынке представлены низкие процентные ставки и относительно легкий доступ к заемному финансированию, LBO становится достаточно привлекательным механизмом для инвесторов, так как вероятность положительного эффекта кредитного рычага повышается с понижением процентных ставок по кредиту.

Количество сделок M&A с использованием заемных средств растет с каждым годом. Однако если говорить про российский рынок, надо признать, что он еще не так развит, как мировой. Несмотря на то, что тенденция увеличения спроса на LBO присутствует, четкое понимание преимуществ и рисков данной схемы, а также необходимый механизм ее применения могут сформироваться среди российских менеджеров/собственников только со

---

<sup>3</sup> Курилова А.А. Сделки Leveraged Buyout, Management Buyout и возможности их применения в России // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. – 2016. – Том 3. – № 3. – С. 197.

<sup>4</sup> Opler, Tim The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs / T. Opler, S. Titman // The Journal of Finance. – 1993. – Vol. 48. – № 5. – p. 1988.

временем.

Выделяют следующие факторы, обуславливающие достаточно медленный рост LBO в России.

Во-первых, если сравнивать с западной корпоративной практикой, следует отметить, что в России механизм финансирования подобных сделок не проработан в полной мере.

Необходимо отметить, что в России не так много банков, готовых проводить услуги LBO. Применение механизма LBO представляет собой привлечение долгосрочного финансирования в достаточно больших объемах<sup>5</sup>. Особенностью российских инвестиционных банков является то, что, с одной стороны, они могут и пытаются оказывать услуги по организации сделок LBO, а с другой — у них отсутствуют собственные долгосрочные ресурсы для финансирования таких сделок.

В связи с этим ограниченное предложение от банков и нехватка «длинных денег» являются одним из блокирующих для развития LBO в России является.

Еще одним фактором, тормозящим развитие LBO в России, является достижение взаимопонимания с другими акционерами (участниками) в части передачи активов компании (при приобретении менее 100% компании).

Особенностью отечественного рынка является то, что существуют все условия для проведения сделок LBO, однако морально субъекты финансово-хозяйственной деятельности еще не готовы применять преимущества механизма LBO, среди которых можно выделить следующее:

1. Ответственность за уплату процентов и погашение задолженности заставляет руководство работать лучше, что приводит к повышению производительности.

2. Реструктуризация и использование активов приобретенной фирмы экономит затраты. Экономия от масштаба.

---

<sup>5</sup> Курилова А.А. Сделки Leveraged Buyout, Management Buyout и возможности их применения в России // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. – 2016. – Том 3. – № 3. – С. 201.

3. Для повышения производительности технология обновляется, а большие объемы производства приводят к экономии за счет масштаба.

4. Из-за огромной задолженности выплата дивидендов не нужна.

5. Налоговый щит: из-за долгового финансирования существуют налоговые щиты, которые увеличивают денежные потоки для акционеров.

Однако надо отметить, что существуют определенные недостатки LBO:

1. Если денежный поток низкий, в результате чего невозможно выплатить основную сумму и задолженность, это может привести к банкротству фирмы.

2. Проведение сделки LBO может быть опасным для компаний, которые уязвимы для конкуренции.

3. Высокая задолженность может повлиять на кредитный рейтинг компании.

4. Также специальная законодательная база регулирования сделок LBO в России недостаточно проработана.

В настоящее время примеров проведения LBO в России не так много, и полноценное развитие этого рынка намечается пока только в перспективе. Также следует отметить, что сделки LBO совершаются в России пока в меньших объемах, чем на Западе. При этом доля заемных средств при покупке актива в России выше и порой достигает даже 100%.

«Сделки LBO призваны упростить и облегчить процесс выкупа компаний»<sup>6</sup>. Несмотря на то, что существуют определенные недостатки в реализации LBO, данные сделки все же являются привлекательным механизмом финансирования на рынке M&A, который может успешно применяться в России.

---

<sup>6</sup> Курилова А.А. Сделки Leveraged Buyout, Management Buyout и возможности их применения в России // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. – 2016. – Том 3. – № 3. – С. 202.

## **Библиографический список**

1. Белоусова В.О. Слияния и поглощения как способ финансового оздоровления компаний // Стратегии бизнеса. – 2014. – № 2. – С. 98-101.
2. Белякова А.А., Князева Е.О. Слияние и поглощение как проект развития: оценка эффективности // Экономика. Бизнес. Банки. – 2014. – Т. 3. – С. 245-257.
3. Болотникова И.И. Источники риска при привлечении финансирования в сделках слияния и поглощения российских компаний // Финансы и кредит. – 2011. – № 47 (479). – С. 51-57
4. Курилова А.А. Сделки Leveraged Buyout, Management Buyout и возможности их применения в России // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. – 2016. – Том 3. – № 3. – с. 195-206.
5. Gaughan, Patrick A. Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings / P.Gaughan // 3rd Edition; John Wiley & Sons, Inc. – New York. – 2002. – p. 285.
6. Opler, T. The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs / T. Opler, S. Titman // The Journal of Finance. – 1993. – Vol. 48. – № 5. – p. 1988.
7. Rahman M., Lambkin M., Hussain D. (2016) Value creation and appropriation following M&A: A data envelopment analysis. Journal of Business Research, Elsevier. 2016, 69, p. 5629.

## **References**

1. Belousova V.O. Mergers and acquisitions as a way of financial recovery of companies // Business strategies. – 2014. – № 2. – P. 98-101.
2. Belyakova A.A., Knyazeva E.O. Mergers and acquisitions as a development project: evaluation of efficiency // Economics. Business. Banks. – 2014. – Vol. 3. – P. 245-257.
3. Bolotnikova I.I. Sources of risk in attracting financing in mergers and acquisitions of Russian companies // Finance and Credit. – 2011. – № 47 (479). – p. 51-57

4. Kurilova A.A. Leveraged Buyout, Management Buyout and the possibilities of their application in Russia // *Global Markets and Financial Engineering*. – 2016. – Volume 3. – № 3. – p. 195-206.

5. Gaughan, Patrick A. *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings* / P.Gaughan // 3rd Edition; John Wiley & Sons, Inc. – New York. – 2002. – p. 285.

6. Opler, T. The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs / T. Opler, S. Titman // *The Journal of Finance*. – 1993. – Vol. 48. – № 5. – p. 1988.

7. Rahman M., Lambkin M., Hussain D. (2016) Value creation and appropriation following M&A: A data envelopment analysis. *Journal of Business Research*, Elsevier. 2016, 69, p. 5629