

# MezzBank



## Два взгляда на выкупы долговым финансированием

Существуют две наиболее распространенные точки зрения на выкупы долговым финансированием. Автором первой является инвестиционная компания Kohlberg, Kravis, Roberts & Co (KKR), второй — Майкл Дженсен.

### ПРАКТИЧЕСКИЙ ВЗГЛЯД

Инвестиционная корпорация Kohlberg, Kravis, Roberts & Co считает<sup>1</sup>, что выкуп долговым финансированием представляет собой не более чем финансовую технику<sup>2</sup>, которая может быть эффективно применена только лишь к определенным корпорациям. Причем техника выкупа долговым финансированием с трудом поддается какому-либо четкому обобщению по меньшей мере по двум причинам:

- 1) качество и количество долговых обязательств, используемых при его проведении, различны от сделки к сделке;
- 2) разнородная по своему составу группа инвесторов — спонсоров сделки, включающая фирмы, специализирующиеся на проведении выкупов долговым финансированием, инвестиционные банки, институциональных инвесторов и менеджмент выкупаемой компании; естественно, что каждый из членов этой группы имеет собственный стиль и философию бизнеса, преследует только свои личные цели и предпочитает использовать различные методы управления выкупленной компанией.

Таким образом, KKR определяет выкуп долговым финансированием как финансовую технику поглощения корпорации. KKR считает, что для выкупа долговым финансированием не существует какой-либо четкой структуры капитала. Каждая выкупаемая корпорация должна детально анализироваться, а ее капитал структурироваться таким образом, чтобы максимально удовлетворять запросам текущей ситуации.

Только определенные корпорации могут быть кандидатами на выкуп долговым финансированием. Каждая инвестиционная компания или инвестиционный банк, специализирующиеся на проведении выкупов долговым финансированием, устанавливают свои критерии для отбора подобных компаний. Например критерии, используемые KKR.

### ФИНАНСОВЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ

- ❖ История компании должна демонстрировать длительные периоды хорошей прибыли или по меньшей мере ее способность поддерживать ее стабильный уровень — корпорация KKR не заинтересована в «пустышках».

<sup>1</sup> KKR with Deloitte Haskins & Sells (1989), «Leveraged Buy-Out», Journal of Applied Corporate Finance, Vol 2, № 1 (Spring), p. 64-70

<sup>2</sup> Техника финансирования слияния

- ❖ Потоки денежных средств от операций корпорации должны обладать стабильностью, достаточной для их прогнозирования.
- ❖ Корпорация-кандидат должна иметь на своем балансе высоколиквидные активы (в форме ценных бумаг, своих бизнес-подразделений и т.п.), которые могли бы быть немедленно реализованы по мере необходимости.

## ДЕЛОВЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ

Управление корпорацией должно осуществляться высококвалифицированной командой менеджеров. Корпорация должна производить продукцию, торговая марка которой хорошо известна, и иметь сильные маркетинговые позиции на рынке. Корпорация должна обладать преимуществом по издержкам в своей индустрии. У корпорации должен быть потенциал для будущего роста. Корпорация должна иметь продукцию, рентабельность производства которой была бы не подвержена резким технологическим изменениям. Корпорация не должна быть подвержена долгосрочным циклам в прибыли.

## ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ВЗГЛЯД

В отличие от ККР Майкл Дженсен полагает<sup>3</sup>, что выкуп долговым финансированием является не просто финансовой техникой, а новой, более совершенной и эффективной организационной формой, которая создается в процессе проведения выкупа долговым финансированием, превращающего открытую корпорацию в LBO-ассоциацию [LBO association]. В своей статье уже классической работе 1989 г. «Закат открытой корпорации» М. Дженсен утверждал, что основные трудности американских корпораций могут быть эффективно разрешены при помощи проведения выкупов долговым финансированием, как впрочем, и при помощи других техник реструктурирования компании.

М. Дженсен рассуждает следующим образом. Организационная форма открытой корпорации не подходит компаниям, принадлежащим индустриям, характеризующимся медленным ростом, у которых потоки денежных средств от операций превышают имеющиеся у них инвестиционные возможности. К подобным индустриям (в 1989 г.) М. Дженсен относил сталелитейную, химическую, табачную, пивоваренную, телекоммуникационную и целлюлозно-бумажную. В подобных отраслях, где полным полно корпораций «дойных коров» и наблюдается низкий рост объемов продаж и прибыли (или таковой вообще отсутствует), возможности растраты свободных потоков денежных средств компании па увеличение ее организационной неэффективности или на проведение инвестиций, имеющих отрицательную чистую приведенную стоимость, используются менеджментом на 100%. Естественно, что акционеры корпорации не в восторге от подобного использования своей прибыли (ведь свободный поток денежных средств — это всегда еще не распределенная прибыль акционеров) и скорее предпочли бы, чтобы она была направлена им в виде дополнительных дивидендных выплат или каким-либо иным способом. Возникает конфликтная ситуация, которая анализировалась авторами, когда рассматривалась теория агентских издержек свободных потоков денежных средств. Таким образом, основная слабость и неэффективность открытой корпорации — это конфликт интересов между акционерами и менеджментом по поводу направления свободных потоков денежных средств. Единственный способ избежать бессмысленной растраты свободных денежных средств в открытой корпорации и разрешить конфликт

---

<sup>3</sup> Michael C. Jensen (1989) «Eclipse of the Public Corporation», Harvard Business Review, September-October, p. 61-68. См. также: Michael C Jensen (1986) «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers», American Economic Review 76, p. 323-329 и Michael C. Jensen (1989) «Active Investors, LBOs and the Privatization of Bankruptcy» [statement before the house ways and means committee]. Journal of Applied Corporate Finance, Vol 2, № 1 (Spring), p. 35-44

интересов между собственниками и управляющими — это эффективно контролировать использование свободных потоков денежных средств ее менеджментом. Но существуют ли системы контроля над менеджментом открытой корпорации в условиях рыночной экономики, а если существуют, то насколько они эффективны?

Принято считать, что менеджмент любой открытой корпорации контролирует, по меньшей мере, три вещи: ее рынок сбыта, внутреннюю систему контроля, представленную советом директоров, и рынок капиталов. Так что, теоретически акционеры открытой компании полностью защищены от агентских проблем растраты свободных потоков денежных средств. Но на практике достаточно часто все не так, как в теории. Возьмем для примера обычную американскую корпорацию. На протяжении последних шестидесяти лет огромный внутренний рынок США, хорошо защищаемый своим правительством от внешней конкурентной среды, создал для своих компаний множество конкурентных преимуществ (например, экономические преимущества по издержкам от масштабов деятельности) по сравнению с иностранными компаниями-аутсайдерами, а все сегменты рынка оказались четко поделенными между лидерами отраслей. Подобная ситуация неизбежно приводит к ослаблению конкуренции на рынках сбыта, что не позволяет лидерам отраслей хоть сколько-нибудь эффективно контролировать менеджмент подобных компаний. Принимает ли менеджмент экономически обоснованные проекты или нет — это слабо или вообще никак не отражается на конкурентных позициях компании. Достаточно часто можно слышать, что одним из основных достижений акционерной формы организации является присутствие в совете директоров абсолютно не зависимых от менеджмента лиц, не имеющих личной заинтересованности в принятии именно тех или иных финансовых и стратегических решений (так как они не являются крупными акционерами компании), что и позволяет им беспристрастно и эффективно контролировать решения менеджеров. Но на практике чаще всего оказывается, что совет директоров корпорации тесно связан с ее менеджментом, да и назначается при его активном участии. Единственная сила, контролирующая менеджмент — это рынки капиталов, но этот контроль также может быть неэффективен по многим причинам, например, в США — множество законодательных ограничений, а в России отсутствует рынок капитала.

Растрата потоков денежных средств на проекты с отрицательной чистой приведенной стоимостью, неспособность открытой корпорации адекватно и быстро реагировать на происходящие изменения в окружающей среде и вытекающая из всего этого общая неэффективность подобной организационной формы привели к волне реструктурирования организаций, проводимого активными инвесторами. Наиболее распространенной формой реструктурирования стал выкуп долговым финансированием, призванный разрешить проблему неэффективности организационной формы открытой компании. Кто такие активные инвесторы, которые проводят реструктурирование? Под активными инвесторами М. Дженсен понимает инвесторов/группы инвесторов, которые, владея крупными пакетами долговых доленых обязательств корпорации, входят в ее совет директоров, контролируют менеджмент и непосредственно участвуют в принятии стратегических и финансовых решений этой корпорации. Таким образом, являясь крупнейшими собственниками компании, они оказываются кровно заинтересованными в эффективности ее деятельности.

Активные инвесторы создали новую модель управления компанией, которую Майкл Дженсен назвал LBO-ассоциацией. Схема обычной LBO-ассоциации включает три составляющих: LBO-партнерство, которое спонсирует проведение выкупа долговым

финансированием и в дальнейшем консультирует и контролирует менеджмент компании; менеджмент компании, который владеет значительным пакетом ее обыкновенных акций и сохраняет свои позиции после проведения выкупа; институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов), которые создают общество ограниченной ответственности по проведению выкупа долговым финансированием, которое проводит финансирование сделки (наряду с инвестиционным банком) — выкуп акций компании с открытого рынка. Как и традиционная открытая корпорация-конгломерат, LBO-ассоциация имеет много бизнес-подразделений — компаний, которые могут выкупаться в различные моменты времени или все одновременно. Например, KKR к 1989 г. контролировала 19 различных бизнес-подразделений — таких компаний, как Beatrice, Duracell, Motel 6, Owens-Illinois, RJR Nabisco и Safeway. Но наряду с общими чертами LBO-ассоциация имеет четыре важнейших отличия от открытой конгломеративной корпорации, которые и делают ее более эффективной организационной формой. Наследующих схемах представлены структуры открытой и закрытой (LBO-ассоциации) корпораций, сравнение которых поможет понять все преимущества LBO-ассоциации.

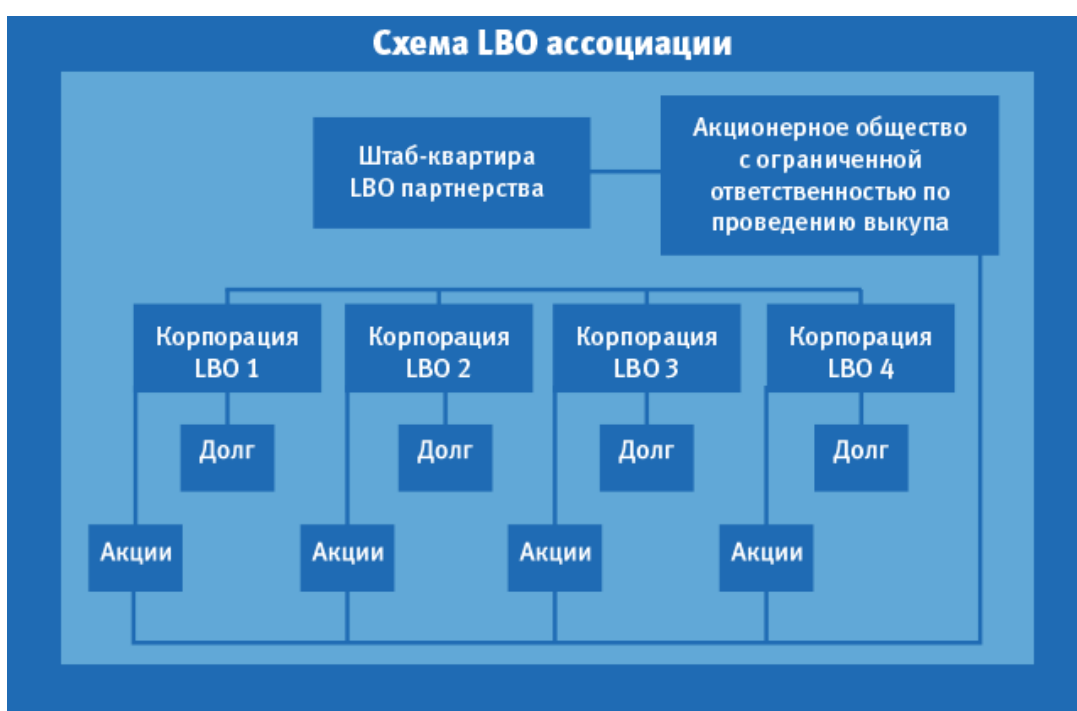


Рис 1.



Рис 2.

Сравнив две структурные схемы, можно выделить четыре отличительные черты LBO-ассоциации:

1. Любые действия менеджмента LBO-ассоциации укладываются в схему оплаты по результатам деятельности. Компенсационные схемы, схемы поощрения и заработной Платы жестко привязаны к конечному результату деятельности менеджера выкупленной корпорации. Новые частные акционеры корпорации не намерены подкармливать менеджера из своего кармана, удовлетворяя его личные узкокорыстные интересы. С другой стороны, выплаты менеджменту, управляющему LBO-ассоциацией, в несколько раз<sup>4</sup> превосходят те, которые он получал бы, управляя открытой корпорацией, что, несомненно, придает ему дополнительные стимулы для улучшения качества своего управления.
2. LBO-ассоциация является намного более децентрализованной организационной формой, нежели открытая корпорация. В отличие от открытой корпорации, где существует громоздкая и часто неэффективная система контроля менеджмента, — держатели обязательств корпорации → совет директоров → менеджмент — в LBO-ассоциации штаб-квартира LBO-партнерства одновременно выполняет функции как держателя обязательств корпорации, так и ее сонета директоров. Подобная «облегченная» схема мониторинга позволяет контролировать финансовые и стратегические решения менеджеров LBO-корпораций более эффективно, а, кроме того, сокращает административные расходы на содержание персонала. Майкл Дженсен приводит такой пример: штаб-квартира крупнейшего партнерства KKR имеет лишь 16 постоянных профессиональных работников и 44 временных, в то время как открытое подразделение Atlanta корпорации RJR Nabisco имело 470 работников (правда, все это кончилось после того, как KKR осуществила ее выкуп в 1986 г.). Почувствуйте разницу!
3. LBO-ассоциация эффективно использует свою высокую левереджированность. Средний коэффициент долговой нагрузки (все

<sup>4</sup> Из-за закрытой организационной формы LBO ассоциации, точные данные по заработной плате CEO неизвестны

долгосрочные обязательства корпорации в процентах от ее общего капитала) для открытых корпораций США составляет 20—25%. После проведения выкупа этот коэффициент в среднем возрастает до 85%<sup>5</sup>. Подобное изменение сокращает наличие акционерного капитала в общей структуре капитала корпорации до минимума. Вновь созданная структура капитала позволяет LBO-партнерству и дивизионным менеджерам (если проводилось несколько дивизионных выкупов долговым финансированием) или общему менеджменту (если корпорация была выкуплена единовременно) получить контроль над собственностью корпорации без проведения огромных инвестиций в ее обыкновенные акции, которые они были бы неспособны провести, если бы корпорация осталась открытой. Например, если бы корпорация имела на 1 млрд. долл. эмитированных обыкновенных акций и коэффициент долговой нагрузки, равный 20%, то понадобилось бы не менее 80 млн. долл. для приобретения всего лишь 10% контроля над ней (выкупа 10% всех обыкновенных акций). Если коэффициент долговой нагрузки этой корпорации увеличится с 20% до 90%, то для приобретения 10% пакета акций понадобится уже не 80 млн. долл., а лишь 10 млн. долл. Подобное активное использование леведжда значительно сглаживает агентские конфликты внутри компании, так как теперь ее группа менеджеров (состоящая из членов LBO-партнерства и экс-менеджеров открытой корпорации) является одновременно ее крупнейшим собственником. Таким образом, полностью исчезает проблема разделения права контроля и права собственности — основной источник агентских конфликтов в любой открытой корпорации. Кроме того, благодаря высокой долговой нагрузке у менеджеров выкупленной компании намного больше стимулов к повышению эффективности управления компанией, нежели они имели бы, управляя компанией, обладающей незначительной долговой нагрузкой. Акционеры не могут обанкротить свою корпорацию, а держатели долговых обязательств имеют на это все права и, как только их долговые обязательства не будут погашены компанией полностью и в срок, не задумываясь, начнут процедуру банкротства, а значит, менеджмент лишится своей работы. Единственный способ избежать этого — увеличить эффективность корпорации настолько, чтобы она могла погасить все свои долговые обязательства.

4. LBO-ассоциация имеет четкую систему контроля движения потоков денежных средств в корпорации. Большинство фондов выкупа корпорации (множественное число, если проводится несколько дивизионных выкупов, и единственное — если один общий) создаются в виде общества с ограниченной ответственностью, в котором члены LBO-партнерства определяются как общие партнеры [general partner]. Фонд выкупа, как было сказано выше, осуществляет выкуп большинства обыкновенных акций корпорации с открытого рынка и у частных инвесторов, а также принимает непосредственное участие в финансировании сделки (чаще всего в качестве андеррайтера мусорных облигаций). В уставе фонда выкупа четко определено право перераспределения общими партнерами фонда потоков денежных средств между выкупленными подразделениями корпорации (между корпорациями LBO). Ни один участник фонда, являющийся общим партнером (т.е. входящий в состав LBO-партнерства, структуры, играющей роль корпорации-покупателя), не имеет права перераспределять денежные средства или какие-либо иные ресурсы из одной корпорации LBO в другую. Таким образом, все потоки прибыли от операций LBO-корпораций направляются только компаньонам-вкладчикам [limited partner] фонда и

---

<sup>5</sup> Kaplan Steven (1989) «The Effect of Management Buyouts on Operating Performance and Value», Journal of Financial Economics, Vol 22 № 2, p 217-254

другим владельцам акций выкупленной компании/выкупленных подразделений компании<sup>6</sup>. Подобное соглашение полностью исключает возможность неэффективного реинвестирования потоков денежных средств корпорации. То есть спонсор проведения сделки (например, KKR) будет вынужден получить разрешение у своих институциональных инвесторов (исполняющих роль акционеров) на проведение любого, более или менее существенного, реинвестирования фондов. Акционеры открытой корпорации полностью не защищены от неэффективного использования потоков прибыли своим менеджментом.

Благодаря этим четырем особенностям LBO-ассоциация представляет собой более эффективную организационную форму, нежели открытая корпорация, считает М.Дженсен.

После того как мы рассмотрели некоторые теоретические и практические аспекты выкупов долговым финансированием, необходимо выяснить, какая корпорация является идеальной целью для LBO.

#### ХАРАКТЕРИСТИКИ КОРПОРАЦИИ — КАНДИДАТА НА ВЫКУП ДОЛГОВЫМ ФИНАНСИРОВАНИЕМ

Корпорация, являющаяся идеальным кандидатом на выкуп долговым финансированием (или долговую рекапитализацию), представляет собой компанию (или ее подразделение — тогда речь идет уже о дивизионном выкупе долговым финансированием), принадлежащую к медленно растущей индустрии, генерирующую огромные потоки свободных денежных средств, направления эффективного использования которых у нее отсутствуют. То есть речь идет о корпорации - «дойной корове» в терминологии матричного анализа BCG. Теоретически<sup>7</sup> выкуп долговым финансированием поможет такой компании повысить эффективность своей деятельности, а также лишить менеджеров возможности бессмысленной растраты свободных потоков денежных средств - все они пойдут на обслуживание возросшей в десятки раз после проведения выкупа долговой нагрузки корпорации. В дополнение к этому идеальный кандидат на выкуп долговым финансированием должен иметь четко прогнозируемые потоки денежных средств от операций и быть способен покрыть своими активами все издержки по обслуживанию процентных платежей и по меньшей мере масти основной суммы эмитированного под проведение выкупа долга. Корпорация, находящаяся в быстрорастущей индустрии автоматически не нуждается в проведении выкупа долговым финансированием, так как у нее нет незадействованных потоков денежных средств, а значит, и отсутствуют агентские издержки свободных потоков денежных средств. Но это теоретические предположения (опять же, в рамках агентской теории М. Дженсена), а хорошо бы получить и некоторые практические характеристики. Для этого мы предлагаем рассмотреть результаты двух эмпирических работ (с точки зрения авторов наиболее успешных), посвященных выявлению характеристик корпораций кандидатов на выкуп.

---

<sup>6</sup> Компаниям с ограниченной ответственностью

<sup>7</sup> Речь идет о теории М. Дженсена