

## 8.4. ФИНАНСИРОВАНИЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Капранова Л.Д., к.э.н., доцент кафедры  
«Инвестиционный менеджмент»

*Финансовый университет  
при Правительстве РФ*

В статье на основе статистических данных рассматриваются основные тенденции развития рынка слияний и поглощений в Российской Федерации на современном этапе, а также методы и источники финансирования подобных сделок. Отмечается, что для многих российских предприятий М&А является эффективным элементом стратегии будущего развития. Однако их эффективность во многом зависит от оптимизации источников финансирования. Нахождение оптимальной для компании структуры финансирования М&А позволяет добиваться снижения стоимости инвестированного капитала и сохранять денежные потоки компании на уровне, достаточном для поддержания ее деятельности. Приводится методика определения оптимальной структуры источников финансирования сделки по приобретению компанией PepsiCo ОАО «Вимм-Билль-Данн».

В современных условиях рынок слияний и поглощений превратился в эффективный инструмент динамичного развития хозяйствующих субъектов. Сделки слияний и поглощений (mergers & acquisitions, M&A) представляют действенный инструмент реализации стратегии современного бизнеса, которая нацелена на его расширение, повышение конкурентоспособности, увеличение доходности. Причем эти сделки нередко осуществляются в условиях, когда финансовые затраты на расширение собственного производства за счет внутренних ресурсов или инвестиций в развитие уже существующего бизнеса очень высоки.

В 2010 г. было совершено 528 сделок с участием российских компаний на общую сумму 64,6 млрд. долл. Наиболее высокими темпы роста М&А-рынка были в первом полугодии 2010 г., когда было осуществлено 223 сделки на общую сумму 36,6 млрд. долл., что составило 42% от общего числа сделок и 57% от общей суммы. Однако уже в 3-м квартале 2010 г. темпы замедлились в силу общего торможения экономического роста. Прирост общего объема сделок по итогам 2010 г. к показателям 2009 г. составил порядка 40%. Однако от показателей докризисного 2007 г. рынок М&А отстает примерно на 25-30% [11].

По общей сумме сделок в 2010 г. с большим отрывом лидировала отрасль связи. По итогам года в этой отрасли состоялось 39 сделок на общую сумму 12,8 млрд. долл. Во многом такой результат связан с крупнейшей сделкой по слиянию «Вымпелкома» и «Киевстар» в апреле 2010 г., а также приобретением «Синтерры» «Мегафоном» в июне 2010 г. за 745 млн. долл.

Второе место по активности среди отраслей по итогам года заняла химическая и нефтехимическая промышленность, где состоялось 16 сделок на общую сумму 9,8 млрд. долл. Столь высокий показатель был обусловлен, прежде всего, покупкой «Уралкалия» группой инвесторов за 5,3 млрд. долл., а также объявленной сделкой по приобретению 50% СИБУР холдинга оценочно за 3,7 млрд. долл. 3-е место по итогам 2010 г. занял топливно-энергетический комплекс, где состоялось 29 сделок почти на 8,6 млрд. долл. Самый большой вклад в этот результат внесли три сделки:

- покупка 51% «СеверЭнергии» у «Газпрома» «Ямал развитием» за 1,85 млрд. долл. (ранее этот пакет, в свою очередь, был куплен «Газпромом» у Arctic B.V.);
- приобретение «Роснефтью» 50% Ruhr Oel за 1,6 млрд. долл.;
- покупка НОВАТЭКом 51% «Сибнефтегаза» за 1,2 млрд. долл.

На 4-м месте среди отраслей по итогам 2010 г. находилась пищевая промышленность, где было совершено 53 сделки на 6,8 млрд. долл. Крупнейшими среди них стали слияние «Юнимилка» и активов Groupe Danone в России и Содружестве Независимых Государств на 1,6 млрд. долл. и приобретение 66% активов «Вимм-Билль-Данн» PepsiCo за 3,8 млрд. долл.

По мнению экспертов Аналитического центра ИА АК&М, эти данные указывают на сохраняющуюся зависимость российского М&А-рынка от крупных сделок. «В частности, крупнейшие 15 сделок 2010 г. (менее 3% от общего числа) дали 38,1 млрд. долл., или более половины (59%) общей суммы сделок. Такая степень зависимости свидетельствует о том, что российский М&А-рынок еще не до конца преодолел последствия кризиса», – полагают эксперты [11].

Тем не менее, признаки восстановления экономики после кризиса 2008-2009 гг. налицо. Так, несмотря на то, что крупнейшие сделки формируют основной объем рынка, в численном отношении большинство сделок в 2010 г. происходило в низшем ценовом диапазоне (1-10 млн. долл.). На него по итогам года пришлось 250 сделок, или 47% от общего числа. По данным АК&М, именно в этом ценовом диапазоне процессы М&А развиваются самыми быстрыми темпами – если в 1-м полугодии в нем произошло всего 93 сделки, то во 2-м полугодии – уже 157, то есть прирост составил 69%. Это обусловлено прежде всего улучшением финансовой ситуации и расширением возможностей кредитования в среднем бизнесе, на который приходится большая часть сделок в этом диапазоне [11].

Эффективность сделок М&А во многом зависит от качества работы по их планированию, оптимизации источников финансирования, анализа внутренней и внешней среды компании с целью выявления проблемных сторон бизнеса и оценки возможностей его дальнейшего развития. К тому же у сделок М&А имеются альтернативные пути развития бизнеса, например, создание совместных предприятий или стратегических альянсов. Так, в Российской Федерации совместные предприятия создаются в нефтегазовой отрасли в условиях запрета на их слияния со стороны антимонопольной службы. Однако, согласно статистическим данным, от 30% до 70% совместных предприятий не могут считаться эффективными [5], что во многом обуславливается высокой вероятностью управленческих конфликтов и конфликтов интересов, постоянно возникающих между партнерами-владельцами совместных предприятий [17].

Что касается стратегических альянсов как альтернативы слияний и присоединений, то в РФ их часто путают со слияниями, поскольку альянсы могут принимать разные формы, а это затрудняет их четкое определение. Для них характерна направленность на долгосрочное сотрудничество, совместное владение партнерами акциями друг друга.

В случае выбора сделок М&А как формы внешнего преобразования одним из важных этапов планирования сделки после обоснования ее необходимости будут следующие шаги [16]:

- определение предварительной цены поглощаемой компании на основе экспертизы финансового, экономического и юридического состояния компании и расчета по результатам анализ финансово-экономической деятельности примерной стоимости;
- проведение первичных переговоров с поглощаемой компанией и отстаивание выгодных для компании-покупателя условий;

- заключение предварительного соглашения о продаже бизнеса с поглощаемой компанией;
- обеспечение свободного доступа аналитиков к финансовой отчетности (включая управленческую отчетность) поглощаемой компании;
- проведение due diligence присоединяемой компании (анализ финансовой отчетности на предмет ее соответствия реальности, а также юридическая экспертиза поглощаемой компании);
- определение справедливой рыночной стоимости поглощаемой компании, расчет различных вариантов стоимости поглощаемой компании.

На основе анализа финансовой отчетности поглощаемой компании, а также проведенных расчетов разрабатывается оптимальная структура сделки. Также определяются способ передачи имущества, порядок совершения действий участвующих сторон, обеспечение исполнения обязательств.

Вопрос финансирования сделки встает на самых начальных стадиях ее планирования. Так, еще при определении обоснованности сделки M&A как способа развития предприятия определяется потенциальная способность компании осуществить подобную сделку. Позднее, когда после завершения due diligence целевой компании определяется коридор ее приемлемой цены, становится возможным достаточно точно оценить необходимый объем средств для расчетов по сделке. В общем случае при оптимизации финансирования исходят из того, что необходимый объем финансовых ресурсов складывается из суммирования следующих составляющих:

- цены приобретения акций и активов компании;
- существующих долговых обязательств компании;
- потребностей приобретаемой компании в оборотных средствах;
- административных расходов, связанных с осуществлением сделки;
- платежей, связанных с урегулированием судебных исков после осуществления сделки.

Эта сумма должна быть уменьшена на величину денежных средств или их эквивалентов, находящихся в распоряжении приобретаемой компании, и на доходы от продажи частей приобретенного бизнеса.

Определение необходимого объема финансирования позволяет начать работу по его оптимизации, которая предполагает минимизацию цены привлекаемого для сделки капитала и выбор источников финансирования сделки (собственные, заемные или привлеченные).

Необходимо подчеркнуть особую важность разработки схемы финансирования сделки, ведь то, насколько дорогими окажутся направляемые на расчеты по сделке средства, повлияет на эффективность сделки в целом. Безусловно, наиболее привлекательной для покупателя схемой оплаты стоимости внешних источников финансирования является их оплата с использованием денежных потоков от приобретенной компании. Однако эта схема редко осуществима на практике, что означает, что в течение определенного периода времени компании-покупателю необходимо будет расплачиваться по заемным и привлеченным средствам, что может повысить для нее риск неплатежеспособности, снизить рентабельность деятельности и уменьшить ее расчетную стоимость за счет сокращения объема чистых денежных потоков.

Существуют различные механизмы финансирования сделок слияний и поглощений, позволяющие компании-покупателю оптимизировать финансирование сделки M&A с учетом текущей макроэкономической обстановки и внутренних особенностей участвующих в сделке компаний.

Выбор между финансированием сделки M&A за счет собственных, заемных и привлеченных средств для каждой компании индивидуален, так как эти три типа источников финансирования имеют свои достоинства и недостатки. Так, собственные средства являются более дорогим источником финансирования, который, к тому же, может быть значительно лимитирован. Несмотря на это, многие российские компании считают этот метод предпочтительным, так как он не требует каких-либо процентных выплат, не имеет временных сроков и, наконец, не требует прозрачности бизнеса по конкретной сделке [8, с. 90]. Благодаря этим достоинствам, к 2005 г. от 20% до 30% всех сделок M&A в РФ финансировались за счет собственных средств. Даже в период финансово-экономического кризиса некоторые компании, имеющие возможность использовать собственные средства, осуществляли поглощения с их помощью. Приобретение в 2009 г. компанией Weatherford International нефтепромыслового сервисного подразделения компании «ТНК-ВР» вполне согласуется с подобным подходом [10]. Однако необходимо отметить, что в целом за последние годы возможность компаний использовать собственные средства значительно снизилась в связи с ростом риска неплатежеспособности и неликвидности активов на российском рынке. И даже такой традиционный способ изыскания дополнительных собственных средств для компаний, как продажа непрофильных активов, применялся скорее для финансирования основной деятельности, а не инвестиционной в форме приобретения другого бизнеса.

Привлечение средств из внешних источников также обладает серьезными недостатками:

- повышение риска неплатежеспособности;
- снижение чистого денежного потока компании-покупателя и подпадание под влияние кредиторов.

При определении необходимости использования внешних источников финансирования встает вопрос о том, достаточно ли стабильной будет ситуация через те же четыре года, чтобы сегодня отягощать бизнес дополнительной долговой нагрузкой с долгосрочным характером.

Проведение IPO доступно не каждой компании и не на любой стадии ее развития. Компания для выхода на открытый рынок должна иметь хорошие финансово-экономические показатели, свидетельствующие о ее росте, отчетность в международных стандартах финансовой отчетности, привлекательный бизнес-план и обоснованную стратегию развития, профессиональное корпоративное управление.

Вместо проведения IPO возможно осуществлять частное размещение среди установленного круга инвесторов, что ограничивает объемы привлекаемых средств, однако накладывает меньшие обязательства на компанию-эмитента. Примером private placement в РФ может быть частное размещение, осуществленное в 2008 г. компанией «Тракторные заводы» [18].

В целом следует отметить, что использование метода акционирования для финансирования сделок M&A имеет ряд ограничений [14]:

- увеличение собственного капитала компании ограничено такими мультипликаторами, например, как отношение капитализации к чистой прибыли  $P/E$ , капитализации к выручке  $P/S$ ; положительная динамика этого показателя свидетельствует об опережающем росте стоимости компании по сравнению с прибылью и выручкой. В случае проведения IPO или SPO не изменяющиеся или низкие

значения мультипликаторов способны крайне негативно повлиять на возможный объем привлекаемых средств;

- привлечение собственного капитала требует значительно больше времени и усилий, чем привлечение заемного капитала. IPO в среднем готовится два-три года, выпуск облигаций можно подготовить за полгода или даже за три месяца, а обычный кредит можно получить еще быстрее;
- стоимость собственного капитала, как правило, выше стоимости заемного. Портфельные инвесторы всегда рассчитывают на возврат своих вложений в приращенном объеме. Если же компания берет кредит, то процентные платежи она относит на затраты, что позволяет ей через налоговый щит уменьшать налогооблагаемую базу по налогу на прибыль.

В период финансово-экономического кризиса возможности эмитентов осуществить успешное размещение значительно сократились, что вызвало спад на российском рынке первичного размещения. По мере улучшения рыночной конъюнктуры и инвестиционных ожиданий возможности привлечения средств посредством проведения IPO возрастают, но данный источник финансирования продолжает оставаться недоступным для многих компаний и требует больших издержек, как денежных, так и временных. Однако следует отметить, что накануне кризиса 2008 г. около 40% эмитентов в преддверии выхода на публичный рынок использовали рынок M&A для увеличения своей капитализации, что в свою очередь способствовало привлечению средств [8].

Наиболее традиционным заемным источником финансирования сделок M&A является банковское кредитование. К нему относят такие виды кредитных ресурсов, как открытие кредитной линии, срочные кредиты, бридж-кредиты и синдицированные кредиты. Кредиты, взятые на финансирование сделок M&A, отличаются долгосрочным характером и повышенными рисками, особенно в условиях нестабильной экономической ситуации, что увеличивает цену данного источника. Кредиты, предоставляемые банками в РФ, для финансирования сделок M&A требуют еще и обеспечения акциями или недвижимостью [2].

Другой источник финансирования сделок M&A – выпуск облигаций, связан с большими издержками по привлечению средств, если сравнивать с банковским кредитованием. Однако выпуск облигаций позволяет привлечь денежные средства на более длительные сроки и в больших объемах. К тому же в этом случае может быть использован механизм секьюритизации долга, т.е. средства, полученные от эмиссии облигаций, пойдут на рефинансирование ранее полученных банковских кредитов, как, например, в случае получения бридж-кредитов.

Несмотря на то, что M&A относятся к высокорисковым сделкам, при их финансировании возможно использование заемных средств в объеме, удовлетворяющем практически всю потребность в финансовых ресурсах для проведения сделки. Сделки, профинансированные в основном за счет заемных средств, получили название LBO (leveraged buy-out). Суть сделки заключается в том, что поглощение производится на заемные деньги. Причем займы погашаются за счет доходов самого поглощенного актива. Обычно при LBO инициаторы сделки вкладывают около 10-30% общего объема собственных средств, а остальной объем предоставляет финансовый институт, сопровождающий операцию. В качестве финансового института могут выступать банки, инвестиционные и страховые компании либо образованные ими пулы. На практике ведущую роль играют

инвестиционные банки, имеющие реальные возможности оценить все риски. Кредиты выдаются, как правило, на пять лет под проценты (обычно не более 10%). Обеспечение по таким сделкам выступают активы или акции поглощаемой компании. Такая передача долговой нагрузки на целевую компанию отличает LBO от обычной формы кредитования. При этом новые собственники компании организуют ее работу таким образом, чтобы в максимально короткие сроки погасить задолженность по привлеченному кредиту. С этой целью менеджмент максимально сокращает расходы компании и продает активы, не участвующие в основной операционной деятельности [15]. В настоящее время рынок LBO как в РФ, так и в мире, только начинает восстанавливаться после его резкого сокращения в период финансово-экономического кризиса. В ближайшие годы ожидается его активный рост, вызванный повышением доступности заемных средств, наличием целевых компаний на рынке, а также тем, что сделки LBO, которые характеризуются высоким уровнем риска, имеют при этом высокую рентабельность. Использование заемных средств имеет ограничения для бизнеса, определяемые финансовым состоянием компании, ее способностью предоставить приемлемое обеспечение, обслуживать долг и в срок возвращать полученные средства. Одной из задач, преследуемых кредиторами, наравне с обеспечением необходимого уровня дохода от вложенных средств, является минимизация их рисков. Тем не менее, в практике проведения сделок M&A встречаются крупные сделки, финансируемые в основном за счет заемных средств. Особенностью данного вида сделок является то, что обычно LBO подразумевает приобретение организации, которая значительно крупнее покупателя, что делает эти сделки особенно рискованными. Для того чтобы снизить риск для кредиторов и тем самым получить доступ к долговому финансированию, активы или акции поглощаемой компании делают предметом залога по получаемым кредитам. В качестве источника заемных ресурсов могут использоваться не только банковские кредиты, но и выпуск облигаций. Возможности LBO в сделках M&A более широки по сравнению с финансированием операций путем проведения IPO или использованием собственных средств. Сделки LBO не требуют раскрытия информации, а инвестирующие компании связаны с клиентом соглашением конфиденциальности о неразглашении условий сделки, в силу чего практически все сделки LBO носят закрытый характер и финансируются кредитными организациями, с которыми покупатель находится в доверительных отношениях. Кроме того, при LBO не требуется изъятия большого объема оборотных средств и нет необходимости в консолидации компании-цели с основным бизнесом покупателя. Отличительной особенностью LBO также является приобретение компании, чьи активы значительно превышают размер активов компании-покупателя. Так, из известных примеров LBO на российском рынке можно выделить финансирование Внешторгбанком сделки с Михайловским горно-обогатительным комбинатом, финансирование «ВЭБ-Инвест банком» покупки группой «Ленстро» компании Открытое акционерное общество (ОАО) «Ленинградский комбинат хлебопродуктов им. Кирова». Также сделками, которые с большой долей условности можно отнести к LBO, были покупка банком «Еврофинанс» 49% акций «Газпром-медиа» и выкуп Акционерной финансовой корпорацией

(АФК) «Система» у Deutsche Telekom пакета акций «МТС» [15].

Таким образом, существует достаточно много источников финансирования сделок M&A, среди которых необходимо выбрать их оптимальное сочетание. С помощью удачной комбинации источников финансирования можно минимизировать недостатки каждого из них и оптимизировать их для компании. Одним из основных критериев оптимизации финансирования сделок M&A, безусловно, является цена капитала, которую традиционно стремятся снизить, используя наиболее дешевые источники финансирования. В большинстве случаев компании-покупатели стремятся минимизировать свои затраты на приобретение активов, уменьшая тем самым необходимый объем средств на финансирование сделок M&A и увеличивая их рентабельность. Выбор конкретного инструмента для привлечения финансовых ресурсов определяется в зависимости от финансовой устойчивости участвующих в сделке компаний, уровня доходности их деятельности, привлекательности их как крупных заемщиков, их способности предоставлять достаточное обеспечение и обслуживать значительный по сумме долг.

Конечным показателем стоимости привлекаемых для сделки ресурсов является показатель средневзвешенной стоимости капитала **WACC** (weighted average cost of capital).

$$WACC = \sum_{j=1}^n k_j d_j, \quad (1)$$

где

$k_j$  – стоимость  $j$ -го источника средств;

$d_j$  – удельный вес  $j$ -го источника средств в общей

их сумме.

**WACC** позволяет оценивать приемлемость сделки для компании, рассматривая ее как отдельный инвестиционный проект, в котором при его финансовой привлекательности показатель **WACC** проекта будет меньше рентабельности инвестированного в проект капитала. Кроме того, средневзвешенная стоимость капитала является основой для нахождения ставки дисконтирования денежных потоков от приобретаемых активов [14]. Соответственно, чем меньше значение **WACC**, тем больше дисконтированный денежный поток ожидается от приобретаемых активов.

Рассмотрим сделку по приобретению компанией PepsiCo ОАО «Вимм-Билль-Данн» [9]. На конец 2010 г. ОАО «Вимм-Билль-Данн» являлось лидером рынка традиционных и обогащенных молочных продуктов и одним из ключевых игроков рынка соков в РФ. Приобретение «Вимм-Билль-Данн» сделает PepsiCo крупнейшей компанией по выпуску продуктов питания и напитков в РФ, лидером в быстро растущей категории молочных продуктов. Это также позволит увеличить выручку PepsiCo от реализации питательных и функциональных продуктов в глобальном масштабе с 10 млрд. долл. до 13 млрд. долл. и приблизит компанию к достижению стратегической цели по построению бизнеса в области питательных и функциональных продуктов объемом в 30 млрд. долл. к 2020 г. [6].

Согласно схеме проведения сделки, компания PepsiCo вначале приобретает 66% акций у собственников компании. После этого компания делает два официальных предложения, российское и американское, миноритариям компании о покупке оставшихся акций «Вимм-Билль-Данн» по фиксированной цене. Цена

каждой обыкновенной акции в соответствии с договоренностями участвующих в первом этапе сделки компании составляет 132 долл. за акцию, что при покупке ценных бумаг на американской бирже составит 33 долл. за ADR, так как после проведенного в конце 2009 г. сплита американских депозитарных расписок на одну акцию компании приходится 4 ADR. Премия к цене ADR и локальных акций по итогам торгов 1 декабря 2010 г. составила 35% и 80% соответственно. Таким образом, цена первого этапа сделки, на котором осуществляется покупка 66% акций у главных акционеров, составляет 3,8 млрд. долл., а окончательная цена приобретения всей компании – 5,808 млрд. долл.

В начале февраля 2011 г. компания PepsiCo завершила 1-й этап приобретения ОАО «Вимм-Билль-Данн». В настоящее время компанией сделаны предложения (российское и американское) в форме оферты о покупке остальных акций поглощаемой компании ее миноритариям [1]. Срок оферты составил 70 дней. В июле 2011 г. PepsiCo постепенно увеличила свою долю в «Вимм-Билль-Данн», в том числе выкупая акции в рамках оферты у миноритарных акционеров, до 97,36% [9]. После истечения срока оферты и при условии выполнения соответствующих требований PepsiCo планирует отзыв листинга ОАО «Вимм-Билль-Данн» на Нью-Йоркской фондовой бирже. Фиксированная цена покупаемой акции составляла в июле 2011 г. 3 383,7 руб. за акцию, что являлось максимальной ценой приобретения акций «Вимм-Билль-Данн» компанией PepsiCo за последние 6 месяцев.

Схема финансирования этого поглощения предполагает использование собственных и заемных источников финансирования. На 1-м этапе из необходимых для проведения сделки 3,8 млрд. долл. 75% было оплачено за счет собственных средств, 25% – за счет кредитов сроком на 12 месяцев.

Для реализации 2-го этапа сделки потребовалось 1,8 млрд. долл., из которых 1,2 млрд. долл. было привлечено за счет трехлетнего кредита, оставшаяся часть должна быть оплачена за счет собственных средств.

Для оценки того, насколько приемлема данная схема финансирования, в первую очередь должен быть осуществлен анализ компании PepsiCo на предмет того, как отразится на финансовых показателях компании наращивание краткосрочных и среднесрочных займов и выделение значительных сумм из собственных средств компании.

Согласно отчетности ОАО «Вимм-Билль-Данн» по состоянию на конец 3-го квартала 2010 г., на балансе компании находилось 358 996 тыс. долл. высоколиквидных активов в составе 675 443 млн. долл. совокупных текущих активов компании и 477 486 тыс. долл. краткосрочных обязательств (с учетом краткосрочной части долгосрочных кредитов). Такие ликвидные активы и краткосрочные обязательства ОАО «Вимм-Билль-Данн» позволяют сделать предположение о том, что после ее поглощения компания не потребует для поддержания своей деятельности дополнительных значительных капиталовложений со стороны компании PepsiCo. Более того, согласно раскрытым прогнозам компании PepsiCo, она ожидает, что в ближайшие годы темп роста выручки ОАО «Вимм-Билль-Данн» составит в среднем 11%, а показателя **EBITDA** – 13,7% [12]. В табл. 1 представлена прогнозируемая динамика выручки в период 2011-2016 гг.

Таблица 1

ПРОГНОЗИРУЕМЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ОАО «ВИММ-БИЛЛЬ-ДАНН» НА ПЕРИОД 2011-2016 гг.<sup>1</sup>

Показатель	Годы					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Выручка	76 251	84 287	94 066	105 084	116 283	127 424
Темп роста, %	10%	11%	12%	12%	11%	10%
<b>EBITDA</b>	10 067	11 545	12 947	14 579	16 149	17 618
Рентабельность, %	13,20%	13,70%	13,80%	13,90%	13,90%	13,80%
Налоги на прибыль	1306	1581	1844	2155	2459	2746
<b>NOPAT</b>	4 963	6 089	7 099	8 298	9 468	10 574
(+) Амортизация	3 537	3 638	3 727	3 802	3 853	3 886
(-) Капиталовложения	- 4 194	- 4 214	- 4 234	- 4 203	- 4 070	- 4 078
(Увеличение) уменьшение оборотного капитала	- 406	- 409	- 507	- 569	- 583	- 580
Чистый денежный поток	3 900	5 104	6 085	7 328	8 668	9 802

Таким образом, в объем необходимых средств для проведения сделки не будут включены средства, выделяемые для поддержания бизнеса поглощенной компании, так как она способна функционировать по принципу самофинансирования.

Поскольку большая часть затрат, сопряженных с проведением сделки, как-то юридические консультации, является закрытой информацией, в данной работе при определении необходимого объема финансирования сделки поглощения будет рассмотрена цена покупки 100%-го пакета акций ОАО «Вимм-Билль-Данн» по оговоренной заранее цене.

Оценка финансового состояния компании PepsiCo была проведена с использованием показателей **Debt/Equity**, **Debt/Assets** и **Net debt/ Ebitda**, которые характеризуют долговую нагрузку компании и ее способность возвращать заемные средства. Первые три показателя определяются путем деления совокупной задолженности компании (**Debt**) на соответствующие показатели (собственный капитал, совокупные активы, **EBITDA**). Чистый долг компании (**Net debt**) находится по следующей формуле [13]:

$$\text{Чистый долг} = \text{Краткосрочная задолженность} + \text{Долгосрочная задолженность} - \text{Денежные средства и их эквиваленты.} \quad (2)$$

В табл. 2 предоставлены результаты расчетов указанных показателей.

Таблица 2

КОЭФФИЦИЕНТЫ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ КОМПАНИИ PEPSICO ЗА 2009-2010 гг.

Показатель	Годы	
	2009	2010
Совокупная задолженность	22 406	46 677
Денежные средства и их эквиваленты	3 943	5 943
Чистый долг	18 463	40 734
<b>EBITDA</b> [12]	10 140	11 560
Собственный капитал	17 442	21 476
Совокупные активы	39 848	68 153
<b>Debt / Equity</b>	1,28	2,17
<b>Debt / Assets</b>	0,56	0,68
<b>Net debt / EBITDA</b>	1,82	3,52

С 2009 г. компания PepsiCo значительно увеличила свою долговую нагрузку, что вызвано ее активной деятельностью как покупателя на рынке готового бизнеса: в начале 2010 г. PepsiCo уже проводила поглощения

компаний PBG (The Pepsi bottling group) и PAS (PepsiAmericas), что сделало ее второй по размеру после Nestle пищевой группой в мире [12].

При этом компания официально ставит перед собой задачи повышения своей инвестиционной привлекательности, а также обеспечения доступа к низким ставкам на рынке заемного капитала [12]. Значительное увеличение долговой нагрузки компании, имевшее место в 2010 г., способно повысить ставки по источникам финансирования, привлекаемым PepsiCo от кредитных организаций.

Однако увеличение относительной доли заемных средств в структуре пассивов компании скажется не только на процентных ставках по получаемым кредитам и займам, но и на требуемой норме доходности по обращающимся обыкновенным акциям компании. Подобная взаимосвязь естественна, поскольку компания с высоким показателем **Debt/Equity** считается более рискованной для вложений с точки зрения инвесторов.

Таким образом, компания PepsiCo ограничена в возможности дальнейшего использования внешних источников финансирования. Поэтому в структуре финансирования сделки поглощения ОАО «Вимм-Билль-Данн» преобладают собственные средства, несмотря на то, что они являются более дорогими. Далее приведен примерный расчет средневзвешенной стоимости использованных для поглощения источников финансирования.

Для того чтобы определить средневзвешенную цену источников финансирования сделки поглощения ОАО «Вимм-Билль-Данн», необходимо сделать следующее допущение: цена использования собственных средств компании будет определяться по модели дисконтирования дивидендных выплат с расчетом на ежегодной темп роста дивидендов, равный 5%.

Итак, стоимость обслуживания собственных средств в части акционерного капитала и нераспределенной прибыли определяется ожидаемой доходностью акций фирмы как эмитента.

Ожидаемую доходность обыкновенной акции будем определять на основе использования метода приведения будущих доходов к настоящей стоимости. В соответствии с этим текущая рыночная стоимость акции представляет собой настоящую стоимость потоков будущих дивидендных выплат, дисконтированных по ставке, равной стоимости акционерного капитала [5]:

<sup>1</sup> Источник [12].

$$P = \sum_{t=1}^n D_t (k_e + 1)^{-t}, \quad (3)$$

где

$P$  – рыночная стоимость акции;

$D_t$  – сумма дивидендных выплат в  $t$ -м периоде;

$k_e$  – стоимость акционерного капитала.

Решая это уравнение относительно требуемой нормы доходности и упрощая его за счет предположения о постоянном темпе роста дивидендов, можно получить следующую формулу, определяющую доходность обыкновенных акций, и следовательно, стоимость собственного капитала компании:

$$k_e = \left( \frac{D_1}{P} \right) + g, \quad (4)$$

где

$g$  – темп прироста дивидендов;

$D_1$  – дивиденд следующего года.

В табл. 3 представлен расчет стоимости собственного капитала компании PepsiCo.

Таблица 3

### РАСЧЕТ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА КОМПАНИИ PEPSICO ПО СОСТОЯНИЮ НА КОНЕЦ 2010 г.

Показатель	Значение
Цена акции на 31 декабря 2010 г.	65,330
Дивиденд следующего года	3,186
Постоянный темп прироста дивидендов	7%
Требуемая норма доходности по обыкновенным акциям PepsiCo	12%

Следует отметить, что данный метод определения стоимости собственного капитала имеет серьезные ограничения. Если поток будущих дивидендных выплат можно определить с высокой степенью достоверности, то ставка дисконтирования, при которой настоящая стоимость будущих дивидендных выплат равна текущей стоимости акций, выступает как стоимость акционерного капитала. Однако на практике сложность использования этого метода связана с тем,

что величина будущих дивидендов, как правило, неизвестна, и прогнозируемая доходность акций может не совпасть с их реальной доходностью.

Стоимость использованного компанией заемного капитала определяется по формуле [4]:

$$k_i = k_d (1 - T), \quad (5)$$

где

$k_i$  – стоимость заемного источника финансирования;

$k_d$  – ставка привлечения средств из заемного источника;

$T$  – ставка налога на прибыль.

С учетом того, что ставка налога, уплачиваемого PepsiCo, составляет 35%, составляющие так называемый «налоговый щит» при расчете стоимости заемного капитала, цена источников финансирования, использованных при реализации поглощения ОАО «Вимм-Билль-Данн», принимает значения, представленные в табл. 4.

По формуле (1) нахождения средневзвешенной стоимости капитала  $WACC$  проекта поглощения ОАО «Вимм-Билль-Данн» определяется как:

$$WACC = (2\,875,0 + 789,9) * 12\% + 958,3 * 1,5\% + 1\,184,8 * 2,1\% = 8,24\%.$$

При нахождении дисконтированного денежного потока от поглощаемой компании можно использовать  $WACC$  в качестве коэффициента дисконтирования. Чем меньше будет  $WACC$ , тем больший дисконтированный поток ожидается от проекта и тем быстрее окупятся начальные инвестиции, направленные на его осуществление. Ниже предоставлен расчет дисконтированного денежного потока от ОАО «Вимм-Билль-Данн», совершенный с допущением о постоянном темпе роста чистого денежного потока компании после 2016 г., равном 6%.

В табл. 5 сделан расчет денежного потока от ОАО «Вимм-Билль-Данн», дисконтированного по трем различным вариантам ставок  $WACC$ :

- реальной (8,24%);
- завышенной (10,24%);
- заниженной (6,24%).

Таблица 4

### СТРУКТУРА ФИНАНСИРОВАНИЯ СЛЕДКИ ПОГЛОЩЕНИЯ ОАО «ВИЛЬ-БИЛЬ-ДАНН»

Этапы сделки	Млрд. долл.	Цена источника финансирования (без учета налогового щита)	Цена источника финансирования
<b>Этап 1 сделки</b>			
Объем необходимых средств	3 833,3	-	-
Объем выделяемых собственных средств	2 875,0	12,0%	12,0%
Объем привлекаемых краткосрочных кредитов	958,3	3-месячный LIBOR+2% (2,3%)	1,5%
<b>Этап 2 сделки</b>			
Объем необходимых средств	1 974,7	-	-
Объем выделяемых собственных средств	789,9	12,0%	12,0%
Размер 3-летнего кредита	1 184,8	3,2%	2,1%

Таблица 5

### РАСЧЕТ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА ОТ ОАО «ВИММ-БИЛЬ-ДАНН»

Млн. руб.

Показатель	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	Постпрогнозный период
Чистый денежный поток	3 900	5 104	6 085	7 328	8 668	9 802	10 390
Темп роста		1,31	1,19	1,20	1,18	1,13	1,06
<b>Дисконтированная по WACC стоимость</b>							
Вариант 1 (WACC = 8,24%)	3 603	4 356	4 798	5 338	5 833	6 094	266 476
Вариант 2 (WACC = 6,24%)	3 671	4 522	5 075	5 752	6 404	6 817	2 833 955
Вариант 3 (WACC = 10,24%)	3 538	4 200	4 542	4 962	5 324	5 461	123 846

Таблица 6

ОЦЕНКА ПРИЕМЛЕМОСТИ СТРУКТУРЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ СДЕЛКИ ОАО «ВИММ-БИЛЛЬ-ДАНН»

Значение WACC	Дисконтированный денежный поток от ОАО «Вимм-Билль-Данн», млн. руб.	Стоимость поглощения, млн. руб. <sup>2</sup>	NPV проекта, млн. руб.
6,24%	2 866 196	164 575	2 701 620
8,24%	296 498	164 575	131 923
10,24%	151 872	164 575	- 12 704

Подобный расчет позволяет оценить чувствительность окупаемости проекта поглощения компании к изменениям средневзвешенной стоимости капитала, направленного на реализацию данного поглощения. Согласно полученным данным, при различных ставках WACC дисконтированный денежный поток от поглощаемой компании принимает следующие значения.

Как видно из табл. 6, если в первых вариантах, где WACC не превышает 8,24%, дисконтированный денежный поток от приобретаемой PepsiCo компании имеет значение, превосходящее средства, направляемые на поглощение, то в случае с WACC, равной 10,24%, чистый денежный поток от проекта поглощения имеет отрицательное значение, что говорит о невыгодности поглощения для компании.

Определение структуры финансирования данной сделки происходило с учетом следующих условий:

- срочность привлечения значительных объемов финансовых ресурсов;
- ограниченность возможности увеличения заемных средств в структуре пассивов PepsiCo в связи с необходимостью сохранения повышенной ее инвестиционной привлекательности и таким образом обеспечения доступа к дешевым ресурсам на рынке капитала.

Учитывая указанные условия, рассматриваемая сделка поглощения на 63% была профинансирована за счет собственных средств компании PepsiCo, остальные 37% были профинансированы за счет кредитов.

Поскольку цена собственного капитала PepsiCo является значительно выше стоимости заемных источников, средневзвешенная стоимость использованных источников финансирования составила 8,24%, что является достаточно высоким показателем с учетом дешевизны заемных источников финансирования в США.

Также был проведен анализ чувствительности чистого дисконтированного денежного потока от проекта по поглощению ОАО «Вимм-Билль-Данн» к изменению стоимости капитала, использованного для его реализации. Согласно результатам данного анализа, в случае, если компания PepsiCo профинансировала бы рассматриваемую сделку только за счет собственных источников финансирования, поглощение было бы неэффективным, так как денежный поток от приобретаемой компании был бы меньше первоначальных инвестиций, направленных на реализацию поглощения. Значение WACC, рассчитанное на основе реальной структуры финансирования сделки, позволяет считать проект поглощения эффективным.

Таким образом, одним из важных аспектов сделок M&A является их финансирование, которое может осуществляться из разных источников. Наибольшее значение имеет то, как эти источники структурированы, какая

доля затрат на поглощение будет профинансирована за счет заимствований под активы и будущие денежные потоки поглощаемой компании. Использование стратегий развития позволяет инициаторам сделки структурировать финансовые ресурсы, изменяя соотношение между собственными и заемными средствами таким образом, чтобы добиться распределения доходов и активов приобретаемой компании между кредиторами сделки, получить займы под низкие проценты, а также сохранить денежные потоки компании на уровне, достаточном для поддержания ее деятельности и погашения долговых обязательств. Повышение капитализации компании, иницирующей сделку M&A, невозможно без учета стоимости инвестированного капитала и риска инвестирования. Снижение стоимости инвестированного капитала за счет оптимальной структуры финансовых ресурсов позволяет создать дополнительную стоимость для акционеров.

Литература

1. Об акционерных обществах [Электронный ресурс] : федер. закон №208-ФЗ от 26 дек. 1995 г. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Банковское кредитование. – 2008. – №4.
3. Басовский Л.Е. Экономическая оценка инвестиций [Электронный ресурс] / Л.Е. Басовский, Е.Н. Басовская. – М. : ИНФРА-М, 2007. URL: [http://www.cfin.ru/management/finance/capital/capital\\_val.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/capital/capital_val.shtml)
4. Ван Хорн Дж. К. Основы финансового менеджмента [Текст] / Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович-мл ; Pretice Hall. М., 2006.
5. Ведомости [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru>.
6. Вимм-Билль-Данн [Электронный ресурс] : официальный сайт компании. – Режим доступа: <http://www.wbd.ru>.
7. ВТБ [Электронный ресурс] : сайт банка. – Режим доступа: <http://www.vtbmagazine.ru>.
8. Гвардин С.В. Создание добавленной стоимости компании при сделках слияний и поглощений. Российский опыт [Текст] / С.В. Гвардин. – М. : Эксмо, 2008. – 224 с.
9. Деловой Петербург [Электронный ресурс] : сайт газеты. – Режим доступа: <http://www.dp.ru>.
10. Корпоративный юрист. – 2010. – №5.
11. Крупнейшие сделки на рынке слияний и поглощений в 2010 г. [Электронный ресурс] // РБК Рейтинг. URL: <http://rating.rbc.ru/article.shtml?2011/01/31/33143731>.
12. Пепсико [Электронный ресурс] : официальный сайт компании. – Режим доступа: [www.pepsico.com](http://www.pepsico.com).
13. Финансовая энциклопедия [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.querywords.ru>.
14. Хэммонд Д. Перспективы российского рынка M&A [Текст] / Д. Хэммонд // Корпоративный юрист. – 2010. – №5.
15. Юридические услуги [Электронный ресурс] . – Режим доступа: <http://www.tencon.ru>
16. 2B-Finam [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://2b.finam.ru>.

<sup>2</sup> Для нахождения данной величины необходимый объем инвестирования, определенный выше как 5,4 млрд. долл., был переведен в рубли по курсу на 31 декабря 2010 г. (1 USD = 30,4769 руб.).

17. Iteam.ru [Электронный ресурс] : технологии корпоративно-го управления. – Режим доступа: <http://www.iteam.ru>.
18. IPO и частные размещения акций в России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.offerings.ru>.

*Капранова Людмила Дмитриевна*

### Ключевые слова

Сделки слияний и поглощений (M&A); тенденции развития рынка M&A; источники финансирования; методы финансирования; оптимальная структура источников финансирования; заемное финансирование; смешанное финансирование; акционирование; выкуп компаний с рычагом; выкуп компаний управляющими; анализ эффективности структуры источников финансирования.

### РЕЦЕНЗИЯ

Статья написана на актуальную тему. В настоящее время наблюдается повышенная активность в области корпоративных слияний и поглощений, обусловленная технологическими и экономическими изменениями в мире в условиях активизировавшегося процесса концентрации капитала и либерализации доступа на национальные рынки. Слияния и поглощения (M&A) компаний происходят как на национальном, так и на международном уровне. С учетом названных глобальных тенденций Российская Федерация имеет относительно благоприятные предпосылки для роста числа сделок по корпоративным слияниям и поглощениям. В 2010 г. было совершено 528 сделок с участием российских компаний на общую сумму 64,6 млрд. долл. В статье подчеркивается, что для многих российских предприятий слияние или поглощение является эффективным инструментом развития. Однако, отмечает автор, эффективность сделок M&A во многом зависит от качества их планирования, оптимизации источников финансирования, учета внутренней и внешней среды компании.

Выбор источника финансирования сделки M&A для каждой компании индивидуален. Автор подчеркивает, что наибольшее значение имеет то, как они структурированы, какая доля затрат на поглощение будет профинансирована за счет заимствований под активы и будущие денежные потоки поглощаемой компании. Нахождение оптимальной для компании структуры финансирования позволяет добиваться снижения стоимости инвестированного капитала, распределять доходы и активы приобретаемой компании между кредиторами сделки, получать займы на выгодных условиях, а также сохранять денежные потоки компании на уровне, достаточном для поддержания ее деятельности и погашения долговых обязательств. Приведен расчет выбора оптимальной структуры источников финансирования сделки по приобретению компании на примере поглощения компанией PepsiCo ОАО «Вимм-Билль-Данн» в 2011 г.

*Пересторонина Л.Г., к.э.н., доцент кафедры «Финансовый менеджмент» Федерального государственного образовательного бюджетного учреждения высшего профессионального образования «Финансовый университет при Правительстве РФ»*

## 8.4. FINANCING OF MERGES AND ACQUISITIONS

L.D. Kapranova, Ph.D., the Senior Lecturer, the Teacher of Kafedra of Investment Management

*Financial University at the Government of the Russian Federation, Moscow*

In article on the basis of the statistical data the basic tendencies of development of the market of merges and acquisitions in Russia at the present stage, and also methods and sources of financing of similar transactions are considered. It is noticed that for many Russian enterprises M&A is an effective element of strategy of the future development. However their efficiency in many respects depends on optimization of sources of financing. The finding optimum for the company of structure of financing M&A allows to achieve depreciation of the invested capital and to keep monetary streams of the company at level sufficient for maintenance of its activity. The technique of definition of optimum structure of sources of financing of

the transaction on acquisition the company OJSC «Vimm-bill-Dann» by PepsiCo is resulted.

### Literature

1. FZ №208-FL «About joint-stock companies».
2. L.E. Basovskij, E.N. Basovskaja. «the Economic estimation of investments» / INFRA TH – 2007. ([http://www.cfin.ru/management/finance/capital/capital\\_val.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/capital/capital_val.shtml))
3. D. Hemmond of Prospect of Russian market M&A // the Corporate lawyer, N 5, 2010
4. S.V. Gvardin. Creation of the added cost of the company at transactions of merges and absorption. The Russian experience. M: Ekasmo. – 224p.
5. James K. Van of Horn, John of M. Vahovich, ml of «the Basis of financial management» / Preitice Hall – 2006.
6. «Bank crediting», №4, July-August, 2008.
7. «The corporate lawyer», N 5, May 2010.
8. <http://rating.rbc.ru/article.shtml?2011/01/31/33143731>
9. [http://www.vedomosti.ru/research/getfile/129/206\\_Joint-venturing-in-the-oil-and-gas-industry-2010-RU.pdf](http://www.vedomosti.ru/research/getfile/129/206_Joint-venturing-in-the-oil-and-gas-industry-2010-RU.pdf)
10. [http://www.iteam.ru/publications/strategy/section\\_17/article\\_3879](http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_17/article_3879)
11. <http://2b.finam.ru/doc/presentation/M&A.pdf>
12. [http://www.offerings.ru/market/placement/review/review\\_34.html](http://www.offerings.ru/market/placement/review/review_34.html)
13. <http://www.tencon.ru/article/91>
14. [http://www.vtbmagazine.ru/number\\_detail.asp?aid=129](http://www.vtbmagazine.ru/number_detail.asp?aid=129)
15. [http://www.dp.ru/a/2011/06/02/PepsiCo\\_uelichila\\_svoju\\_do](http://www.dp.ru/a/2011/06/02/PepsiCo_uelichila_svoju_do)
16. [http://www.wbd.ru/press\\_centre/release?rid=750&oo=4&fnid=68&newWin=0&apage=1&ridNews=750&nm=85347&fxml=view.xml](http://www.wbd.ru/press_centre/release?rid=750&oo=4&fnid=68&newWin=0&apage=1&ridNews=750&nm=85347&fxml=view.xml)
17. [www.pepsico.com/annual10/financials/mda/our-business-risks.html](http://www.pepsico.com/annual10/financials/mda/our-business-risks.html)
18. <http://www.querywords.ru/financial-encyclopedia/n/netdebt>

### Keywords

Transactions of merges and acquisitions (M&A); tendencies of development of market M&A; financing sources; financing methods; optimum structure of sources of financing; the extra financing, the mixed financing; the repayment of the companies with the lever; the repayment of the companies managing directors; the analysis of efficiency of structure of sources of financing.