

УДК 336

## ***ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ ВЛИЯНИЯ ФОНДА ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ***

***Утенов Г.Г.<sup>1</sup>***

*Аспирант, 1 курс, Департамент корпоративных финансов*

*и корпоративного управления*

*Финансовый университет при Правительстве РФ*

*Россия, г. Москва*

### **АННОТАЦИЯ**

В статье рассматриваются основные факторы влияния фондов прямых инвестиций на стоимость портфельных компаний. Автором проводится анализ существующих исследований на заданную тему. Делается вывод, что фонд прямых инвестиций может повышать стоимость портфельной компании за счет достижения эффективной структуры капитала, оптимизации издержек и повышения эффективности корпоративного управления.

**Ключевые слова:** фонд прямых инвестиций, портфельная компания, стоимость бизнеса, эффективность деятельности компании, сравнительный подход в оценке бизнеса.

### ***MAJOR FACTORS OF PRIVATE EQUITY FUNDS' IMPACT ON VALUE OF PORTFOLIO COMPANIES***

***Utenov G. G.,***

*PhD student, 1<sup>st</sup> year, Department of Corporate Finance and Corporate Governance*

*Finance University under the Government of the Russian Federation*

*Moscow, Russia*

---

<sup>1</sup> *Научный руководитель: Тазихина Т.В., к.э.н, доцент*

**ABSTRACT**

The article analyses the main factors of private equity funds influence on value of portfolio companies. The author analyzes the existing research papers on a given topic. It is concluded that a private equity fund is able to increase value of a portfolio company by achieving an efficient capital structure, optimizing costs and increasing the efficiency of corporate governance.

**Key words:** private equity fund, portfolio company, business value, company performance, market approach to business valuation.

Прямые инвестиции являются одним из важнейших факторов экономического роста любого государства в современном мире. Приток инвестиций в страну как от иностранных инвесторов, так и от национальных компаний обеспечивает развитие национальной экономики, благополучие экономических агентов, развитие различных отраслей и, как следствие, улучшение конъюнктуры рынка.

Преимуществами прямых инвестиций являются долгосрочный характер, что позволяет снизить волатильность финансового рынка и макроэкономических показателей, а также развитие реального сектора экономики, то есть не спекулятивный характер.

Глобальный рынок прямых инвестиций стремительно растет, появляются новые фонды, увеличиваются объемы инвестиций в фонды как вид альтернативных инвестиций, увеличивается количество сделок с участием данного типа инвесторов. Важным вопросом является эффект фондов на отдельную компанию, сектор экономики, отдельную страну и глобальную экономику в целом.

Существует два противоположных мнения по поводу роли фондов прямых инвестиций в экономике. Одни считают, что фонды не создают добавочную стоимость, а получают комиссионный доход в результате спекуляций и изъятия

максимального объема ресурсов из компаний. Другие же утверждают, что фонды прямых инвестиций способны приносить добавочную стоимость компании, повышенный доход инвесторам и различные блага обществу.

В последнее время тема влияния фондов прямых инвестиций на стоимость компаний достаточно активно исследуется западными учеными. Одними из первых, кто внес большой вклад в изучение данного вопроса, стали М. Jensen и S. Kaplan, которые изучали вопросы увеличения стоимости компании в результате сделок LBO, проблему агентских издержек при участии фондов прямых инвестиций, выход фондов из капитала компаний, влияние топ-менеджмента на операционную эффективность компаний и прочие проблемы. Также большую роль получили исследования таких ученых как J. Lerner, H. Baker, F. Cornelli, J Franks, A. Gosch, P. Gompers. В большинстве исследований авторы приходят к выводам, что фонды прямых инвестиций положительно влияют на стоимость компании, однако нет единого мнения за счет каких факторов и при каких предпосылках.

В российских научных кругах данная тема является пока мало изученной, отчасти потому что по российскому рынку мало открытых данных, которые могли бы быть использованы для исследования данного вопроса на российском рынке. Теория функционирования фондов прямых инвестиций в России отражена в работах И. Никоновой, Я. Миркина, А. Абрамовой, К. Балдина, И. Родионовой, В. Миловидова. Широкое распространение получили исследования Марины Мартыновой на тему увеличения стоимости компании посредством участия фондов прямых инвестиций.

Считается, что фонд прямых инвестиций может увеличивать стоимость компании посредством трех основных факторов:

- достижение эффективной структуры капитала и оптимальной стоимости инвестированного капитала преимущественно за счет увеличения доли заемных средств в структуре капитала или

реструктуризация текущего долга на более выгодных условиях;

- оптимизация издержек компании и поиск путей их снижения, более эффективные производственные процессы, тщательный анализ продуктового портфеля и поиск путей его оптимизации, управление оборотным капиталом и денежными потоками;

- повышение эффективности корпоративного управления, утверждение бюджетов, исходя из оптимальных показателей эффективности, разработка системы мотивации менеджмента, удовлетворяющей целям акционеров и повышающие стоимость их капитала.

В данной статье описываются основные исследования, посвященные влиянию фондов прямых инвестиций на стоимость портфельной компании.

Консалтинговая и аудиторская компания KPMG в своем исследовании [5, с. 17] рассматривает термин «value bridge», разработанный KPMG Global Valuation Institute совместно с практикующими оценщиками и исследователями со всего мира. Авторы данного исследования говорят, что для оценки влияния фондов на стоимость компании недостаточно таких показателей как внутренняя норма доходности (IRR) и мультипликаторы, основанные на денежных потоках (cash multiple), поскольку данные показатели не могут выделить эффект влияния фонда, поэтому они вводят показатель «value bridge».

Смысл данного показателя в том, что он учитывает влияние трех факторов на увеличение стоимости компании от момента ее покупки фондом до момента выхода фонда из капитала компании:

- увеличение доходов, генерируемых компанией, измеряемых показателем «прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА»;

- увеличение мультипликатора «стоимость бизнеса / ЕБИТДА»;

- величина долга, выплаченная компанией за время владения

фондом.

Данный показатель, однако, имеет свои недостатки:

- он учитывает погашение долга в абсолютных значениях и игнорирует первоначальную структуру капитала. По этой причине эффект влияния долга на увеличение стоимости компании искажается. Например, увеличение доли собственного капитала приведет к уменьшению долга и, соответственно, увеличению стоимости компании по логике показателя «value bridge». Однако, инвесторам важно не столько абсолютное уменьшение долга и увеличение денежных потоков, а отношения объема инвестиций и денежных потоков от этой инвестиции;

- он не разделяет эффект от улучшения операционной эффективности, предпринятой менеджментом компании или управляющей компанией, и макроэкономическими условиями, влияющими на результаты деятельности компании. Другими словами, данный показатель не позволяет сравнивать эффект влияния фонда с компаниями-аналогами и разделить влияние фонда и рыночной конъюнктуры.

Альтернативный способ измерения влияния фонда прямых инвестиций на стоимость компании, который приводят авторы исследования KPMG – подход, основанный не на бухгалтерских показателях, а на экономических, а именно источниками дополнительной стоимости компании являются:

- сравнение с рынком (через показатель «Public Market Equivalent»);
- дополнительный долг (leverage);
- прочие эффекты (повышение эффективности, сделки слияний и поглощений, управление запасами и др.).

Принцип данного подхода («market based approach») заключается в том, что вначале сравнивается норма доходности инвестиции фонда с индексом, отражающим рыночную динамику. Если доходность превышает среднюю по рынку, то разница разделяется на два эффекта – увеличение долга в структуре капитала и прочие эффекты, отражающие операционную эффективность.

V. Acharya, O. Gottschalg, M. Hahn и C. Kehoe в своем исследовании [3, с. 372] делают попытку объединить исследования увеличения операционной эффективности приобретаемыми компаниями и исследования, посвященные доходности фондов по отношению к рынку. В своем исследовании они отвечают на следующие вопросы:

- связано ли увеличение стоимости портфельной компании только с увеличением долга и макроэкономическими факторами или фонды действительно могут управлять компанией более эффективно, чем конкуренты?
- как именно фонды могут увеличивать стоимость компании за счет улучшения операционной эффективности?
- имеет ли значение опыт и квалификация ограниченных партнеров в увеличении стоимости компании?

Исследуя 395 сделок с участием фондов за период с 1991 по 2007 год, авторы данного исследования приходят к следующим выводам:

- в среднем эффект на внутреннюю норму доходности инвестиции делится следующим образом: 34% приходится на влияние непосредственно фонда (abnormal returns), 50% - на увеличение долга и остальные 16% - на макроэкономические факторы;
- фонды действительно способны увеличивать операционную эффективность портфельных компаний сильнее конкурентов (рентабельность EBITDA в среднем выше на 0,4 п.п., а мультипликатор EV/EBITDA – на 1.0x (16%) по сравнению со

сделками, в которых фонды прямых инвестиций не участвовали);

- партнеры в фондах, имеющие индустриальный опыт (бывшие консультанты или топ-менеджеры в компаниях) могут увеличивать стоимость компании за счет органического развития (управление расходами, выход на новые рынки и т.д.), а партнеры с финансовым опытом (бывшие банкиры и бухгалтеры) способны создавать дополнительную стоимость компании путем экстенсивного развития (через сделки слияния и поглощения).

Ruche, Braun и Achleitne [4, с. 112] проанализировали 2029 сделок с участием фондов в 45 различных странах с 1984 по 2013 годы и разделили увеличение стоимости компании на несколько факторов:

- эффект увеличения долга;
- увеличение денежных потоков посредством показателя EBITDA;
- увеличение мультипликатора «Стоимость бизнеса / EBITDA»;
- эффект свободных денежных потоков посредством выплаты долга.

Основными выводами исследования стали:

- среднее приращение стоимости акционерного капитала составило более 300%, иными словами стоимость возрастала более чем в 4 раза;
- 31% данного увеличения приходится на увеличение долга;
- 48% увеличения стоимости компании приходится на улучшение операционной эффективности;
- 21% приходится на увеличение мультипликатора с момента инвестиции до момента выхода из капитала компании, что может объясняться либо успешной реализацией потенциала роста, либо удачный момент выхода, либо способность договариваться с

покупателями или продавцами в процессе сделки.

**Библиографический список:**

1. ФЗ-208 «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 (ред. от 15.04.2019)
2. ФЗ-160 «Об иностранных инвестициях в РФ» от 09.07.1999 г. (ред. от 31.05.2018)
3. Acharya, V., Gottschalg, O., Hahn, M., & Kehoe, C. Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity // Review of Financial Studies, 26(2), 2013, p. 368–402.
4. Puche B., Braun R., and Achleitner A.K., International Evidence on Value Creation in Private Equity Transactions // Journal of Applied Corporate Finance, vol. 27 (4), 2015, p. 105-122
5. KPMG – Evaluating private equity’s performance 2016

*Оригинальность 96%*