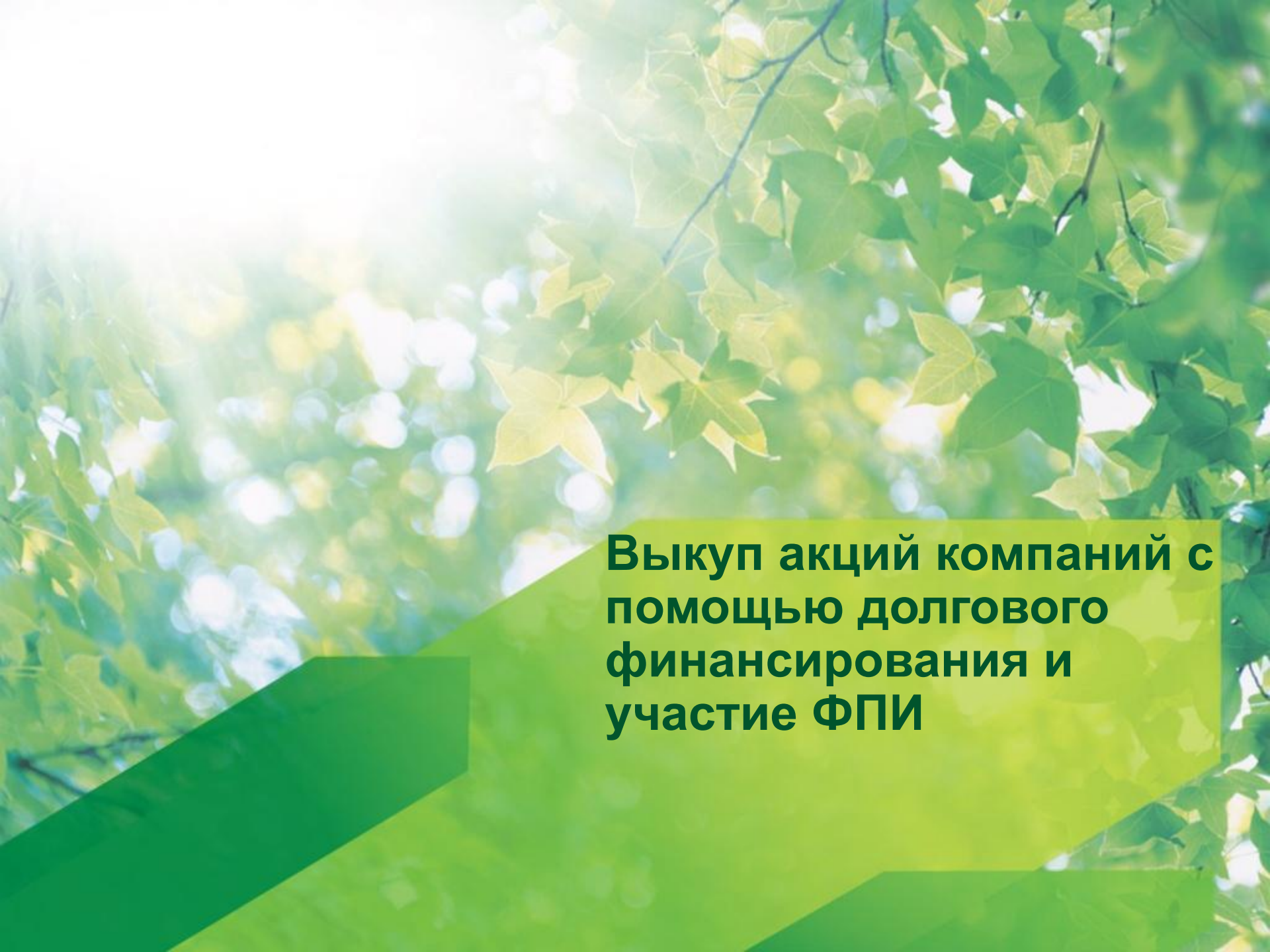




Leveraged Buyouts and Private Equity



**Выкуп акций компаний с
помощью долгового
финансирования и
участие ФПИ**

1. Size of market
2. What is special about them?
3. Structure of an LBO deal
4. The current state of the market
5. Profitability of private equity

1. Емкость рынка
2. Специфика LBO
3. Структура сделки LBO
4. Текущая конъюнктура рынка
5. Рентабельность фондов прямых (частных) инвестиций (ПФИ)

1. Private Equity revolution

- In 2006-2007 – leveraged deals reach new heights, re-branded “Private Equity” – “2nd great wave”
 - Major driver in most industries and markets
 - 5% of capitalization of the US stock market
 - 20% of global M&A volume (up from 5% 5 years ago)
 - 50% of all IPOs in the US are sponsor-backed deals
 - 50% of all high-yield loans
 - 9 out of 10 largest deals occurred in the last three years
- Reasons for the boom:
 - Cheap financing (leverage and pricing related to cost of debt)
 - Executives greed (?)
 - Increased costs of staying public

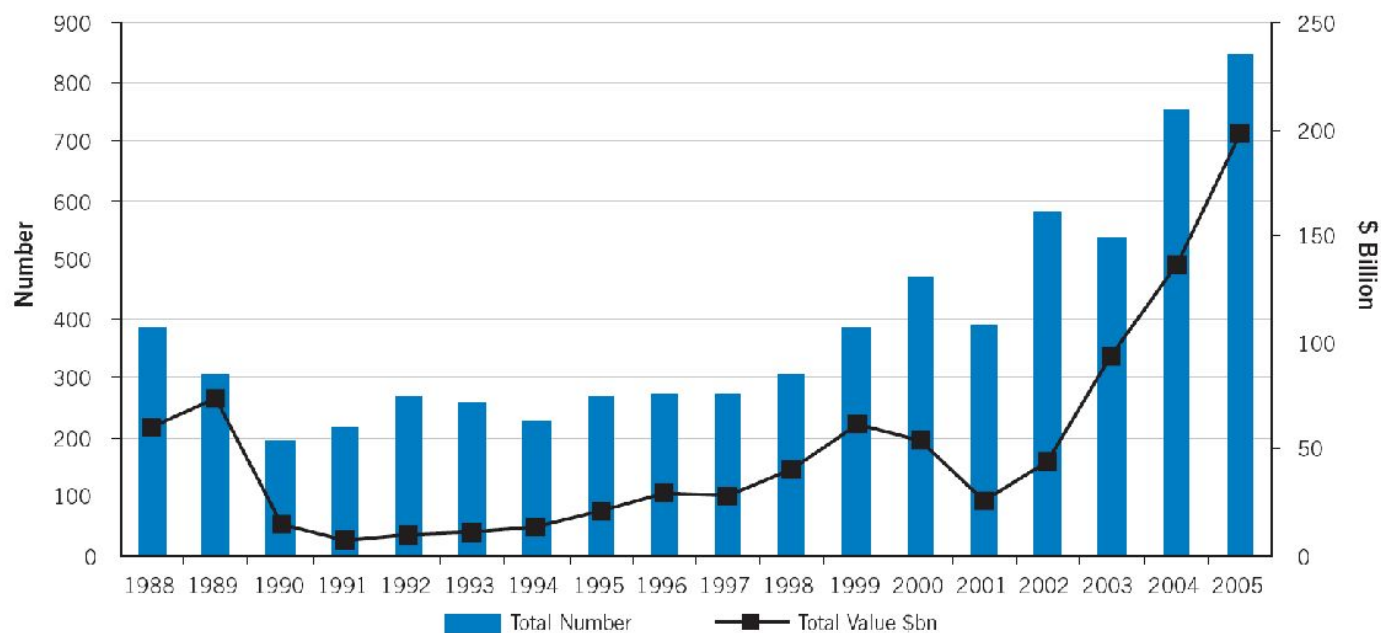
1. Бум сделок с участием ФПИ

- В 2006—2007 гг. значительно возрос объем сделок с использованием заемных средств, получивших название «второй великой волны сделок частных инвестиционных фондов»
 - Основной фактор роста большинства отраслей и рынков
 - 5 % капитализации фондового рынка США
 - 20 % объема всех сделок по слиянию и поглощению (ср. 5 лет назад — 5 %)
 - 50 % всех размещений IPO в США — сделки формата частных инвестиций
 - 50 % всех высокодоходных кредитов
 - 9 из 10 крупнейших сделок за последние три года
- Причины роста:
 - Дешевое финансирование (доля заемных средств и установление цены зависят от стоимости долговых обязательств)
 - Стремление руководства компаний сократить затраты и увеличить доходы (?)
 - Рост издержек на сохранение статуса публичной компании

Annual transaction number and values

Figure 1 U.S. Buy-outs

Number and Value

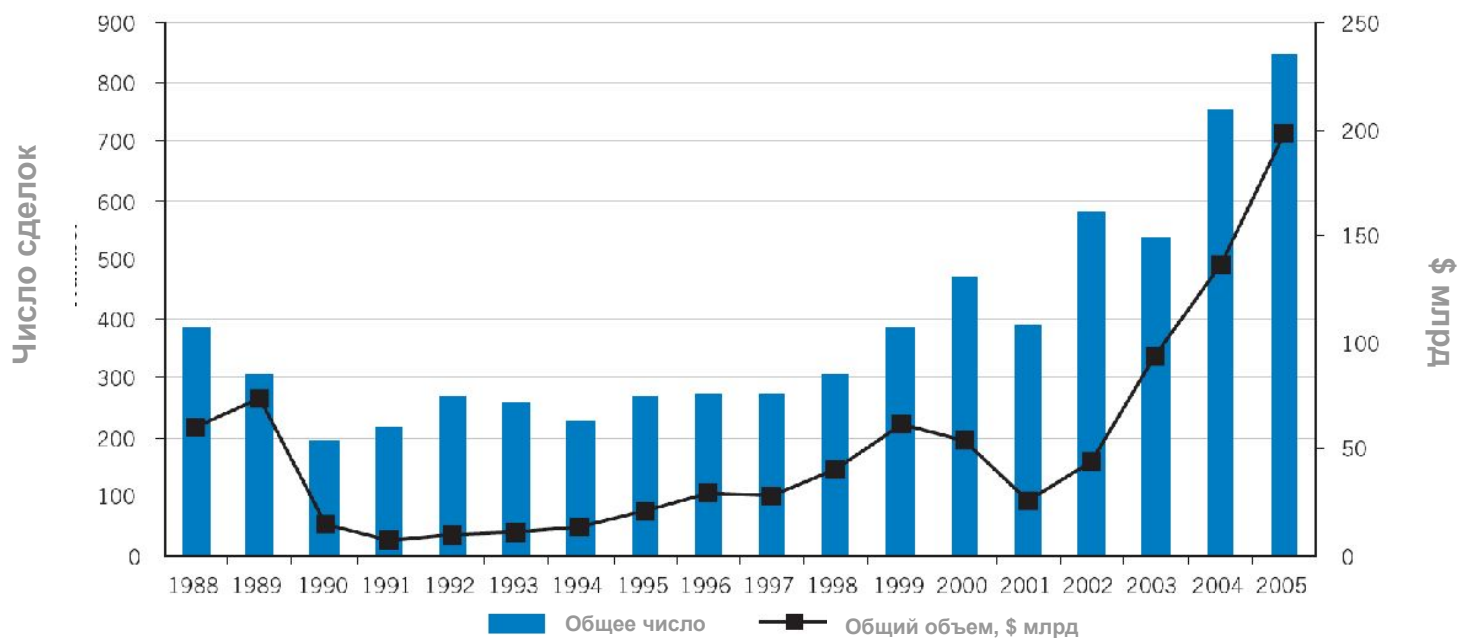


Source: Acharya, Franks and Servaes, 2008.

Динамика числа и объема сделок, в год

Рис. 1 Динамика приобретения акций компаний в США

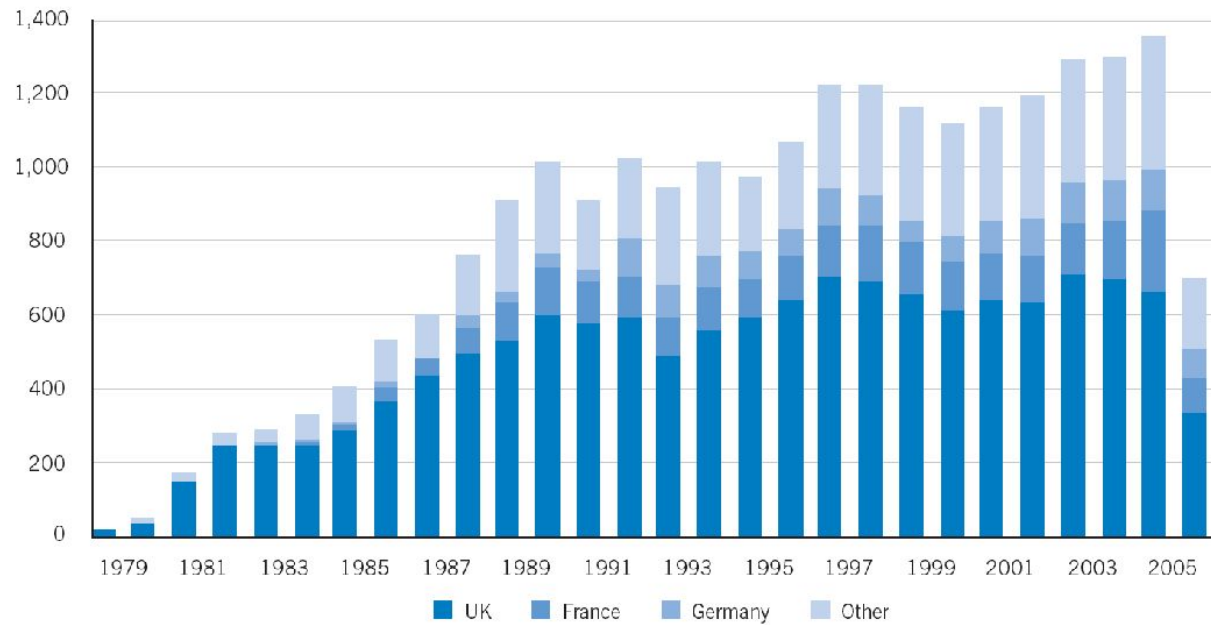
Число и объем сделок



Источник: Ачария, Фрэнкс и Серваэс (Acharya, Franks and Servaes), 2008 г.

Transaction number and values (cont'd)

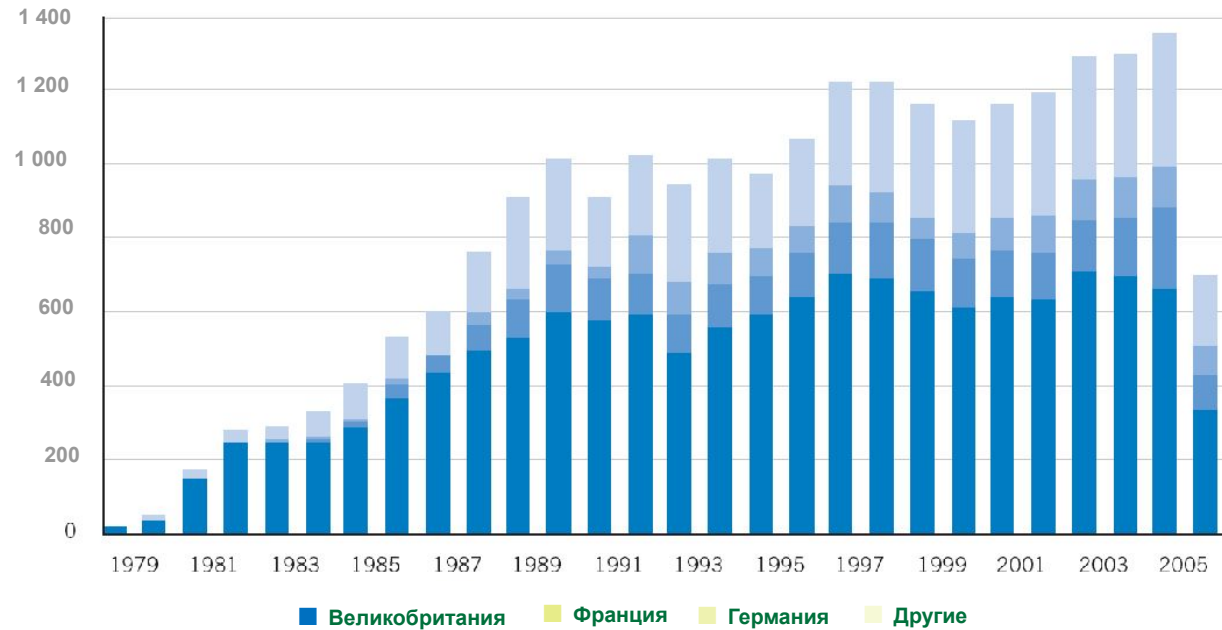
Figure 2 Total European Buy-out Numbers



Source: Acharya, Franks and Servaes, 2008.

Динамика числа и объема сделок (продолжение)

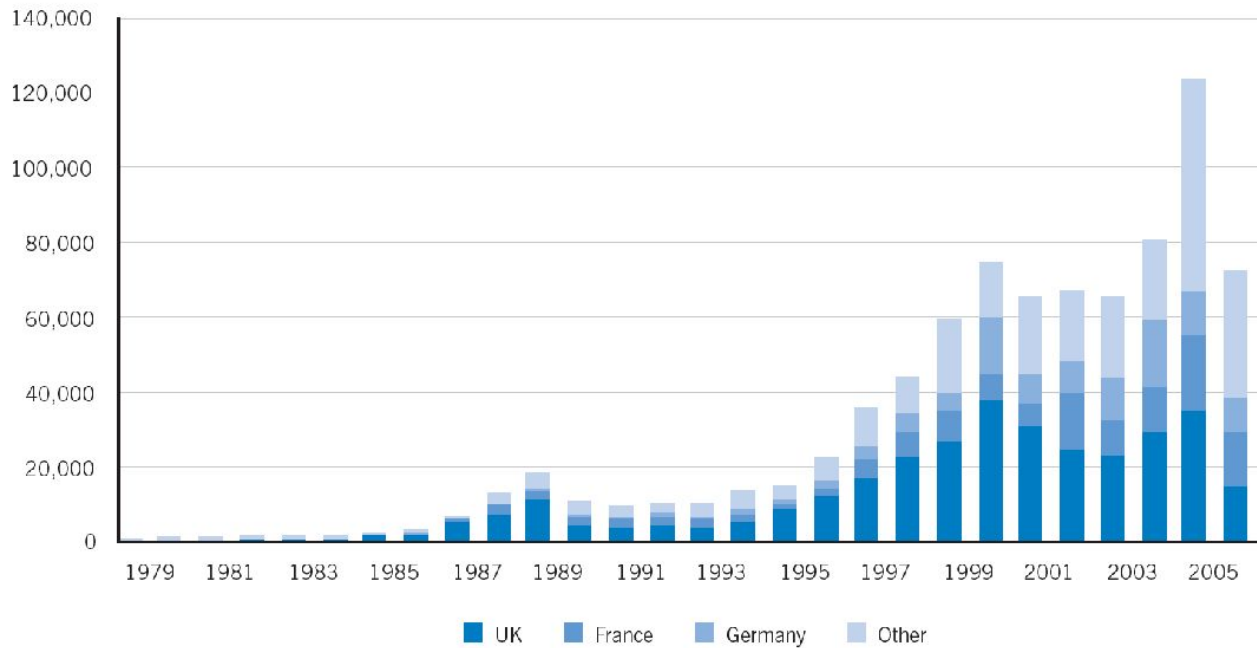
Рис. 2 Динамика общего числа сделок по приобретению акций компаний в Европе



Источник: Ачария, Фрэнкс и Серваэс (Acharya, Franks and Servaes), 2008 г.

Transaction number and values (cont'd)

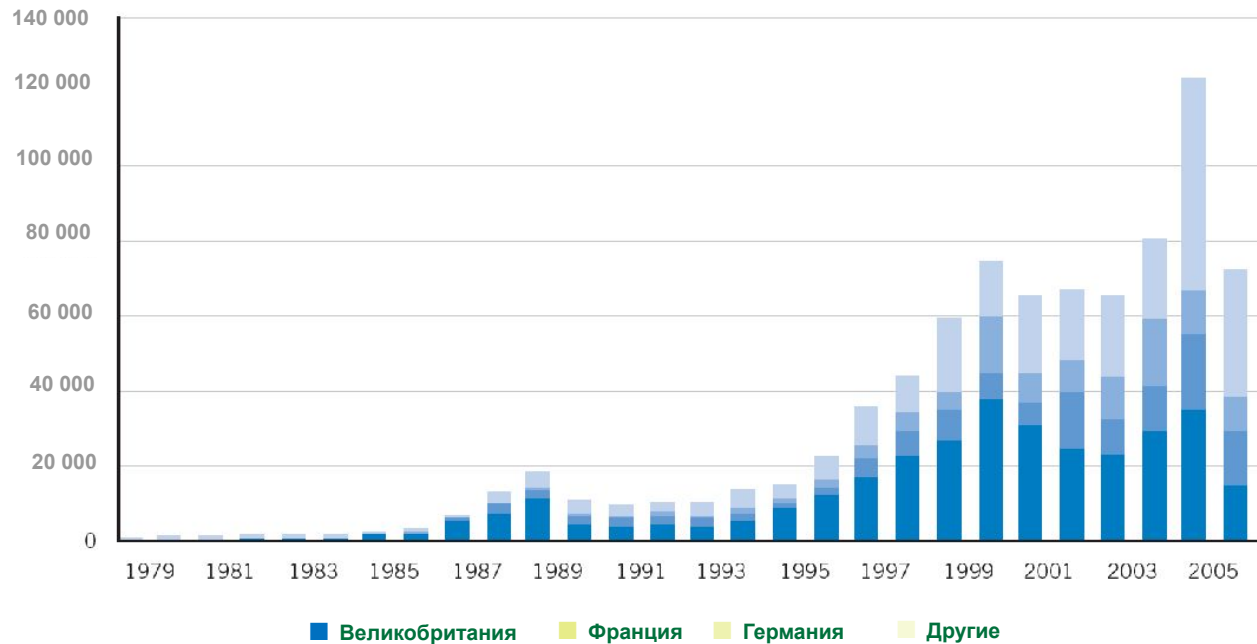
Figure 3 Total European Buy-out Value (€ million)



Source: Acharya, Franks and Servaes, 2008.

Динамика числа и объема сделок (продолжение)

Рис. 3 Общий объем сделок по приобретению акций компаний в Европе (млн евро)



Источник: Ачария, Фрэнкс и Серваэс (Acharya, Franks and Servaes), 2008 г.

Deal sizes were breaking records (until the credit crunch...)

- In 2006, 188 funds raised \$212 bn
 - Ten largest funds of 2006 raising \$101 billion alone –48% of the total.
 - Blackstone (\$20bn); TPG (\$15bn); KKR (\$16bn), Permira (€11bn)...
- Deals got bigger (and valuations higher):
 - HCA, November 2006: \$33 billion (hospitals)
 - TXU, pending: \$44 billion (energy)
 - BCE, pending: \$49 billion (telecom)
 - First Data, pending: \$28 billion (data processing)
 - TDC, January 2006: €13 billion (telecom)
 - Gambro, June 2006: SEK 34 billion (healthcare)
 - Alliance Boots: £12.1 billion (pharmacies)

Беспрецедентные объемы сделок (до начала финансового кризиса)

- В 2006 г. общий объем сделок, проведенных 188 ФПИ, составил \$212 млрд
 - Только десять крупнейших фондов (по данным на 2006 г.) провели сделок на сумму \$101 млрд — 48 % общего объема
 - Blackstone (\$20 млрд); TPG (\$15 млрд); KKR (\$16 млрд), Permira (€11 млрд)...
- Рост объемов сделок (и оценки стоимости компаний):
 - HCA (ноябрь 2006 г.): \$33 млрд (частные клиники)
 - TXU (сделка не завершена): \$44 млрд (энергетика)
 - BCE (сделка не завершена): \$49 млрд (телекоммуникации)
 - First Data (сделка не завершена): \$28 млрд (обработка эл. платежей)
 - TDC (январь 2006 г.): €13 млрд (телекоммуникации)
 - Gambro (июнь 2006 г.): SEK 34 млрд (мед. оборудование)
 - Alliance Boots: £12,1 млрд (фармацевтика)

Current activity: 2010

- Global buyout deals \$63 bln for 3 months to July. 2 year quarterly high, but compares with \$360 bln in 1 quarter of 2007.
- Private equity takes 10.6% share of global M&A. Largest deal was Blackstone's move to take Dynegy private for \$4.7 bln
- Carlyle group: investment pace picking up- 18 buyouts and 10 exits this year
- Average debt component of deals increasing from 30% to 44%
- But important part of transactions are secondary deals. For these deals no new money is entering the industry.
- Some IPOs by PE: 94 IPOs in 2010 worldwide. Not the torrent that was predicted.

Текущая ситуация: сделки 2010 года

- Объем сделок по выкупу акций компаний на мировом рынке за апрель—июнь составил \$63 млрд, превысив объемы сделок за первый квартал в предыдущие 2 года, однако значительно уступает объему сделок за I кв. 2007 г., составившему \$360 млрд.
- Доля частных инвестиций на мировом рынке слияний и поглощений — 10,6 %. Крупнейшая сделка — приобретение дочерним обществом фонда Blackstone компании Dynegy за \$4,7 млрд с переводом в частную собственность
- Carlyle Group: рост объемов инвестиционной деятельности — 18 сделок по выкупу и 10 сделок по продаже активов в этом году
- Доля заемных средств в сделках в среднем возросла с 30 % до 44 %
- При этом необходимо отметить важность сделок на вторичном рынке, т. е. сделок не привлекающих дополнительных средств в компании
- IPO частных инвестиционных фондов: всего 94 IPO в 2010 г. (значительно меньше прогнозируемого числа).

2. What is special about LBOs?

- LBO is an alternative to trade sale or carve out.
- LBO may involve management (then an MBO) or outside investor such as PE house.
- High leverage allows management to take a large equity stake.
- High leverage requires high yield debt ('junk debt') & mezzanine finance. Mezzanine offers high yield with warrants or convertible with a 'ratchet'. The ratchet allows holders, particularly insiders, to profit from performance of LBO: their final ownership on exit (e.g. Sale) depends upon performance or exit price.
- Role of outside specialists – KKR & Intermediate Capital.

2. Специфика LBO

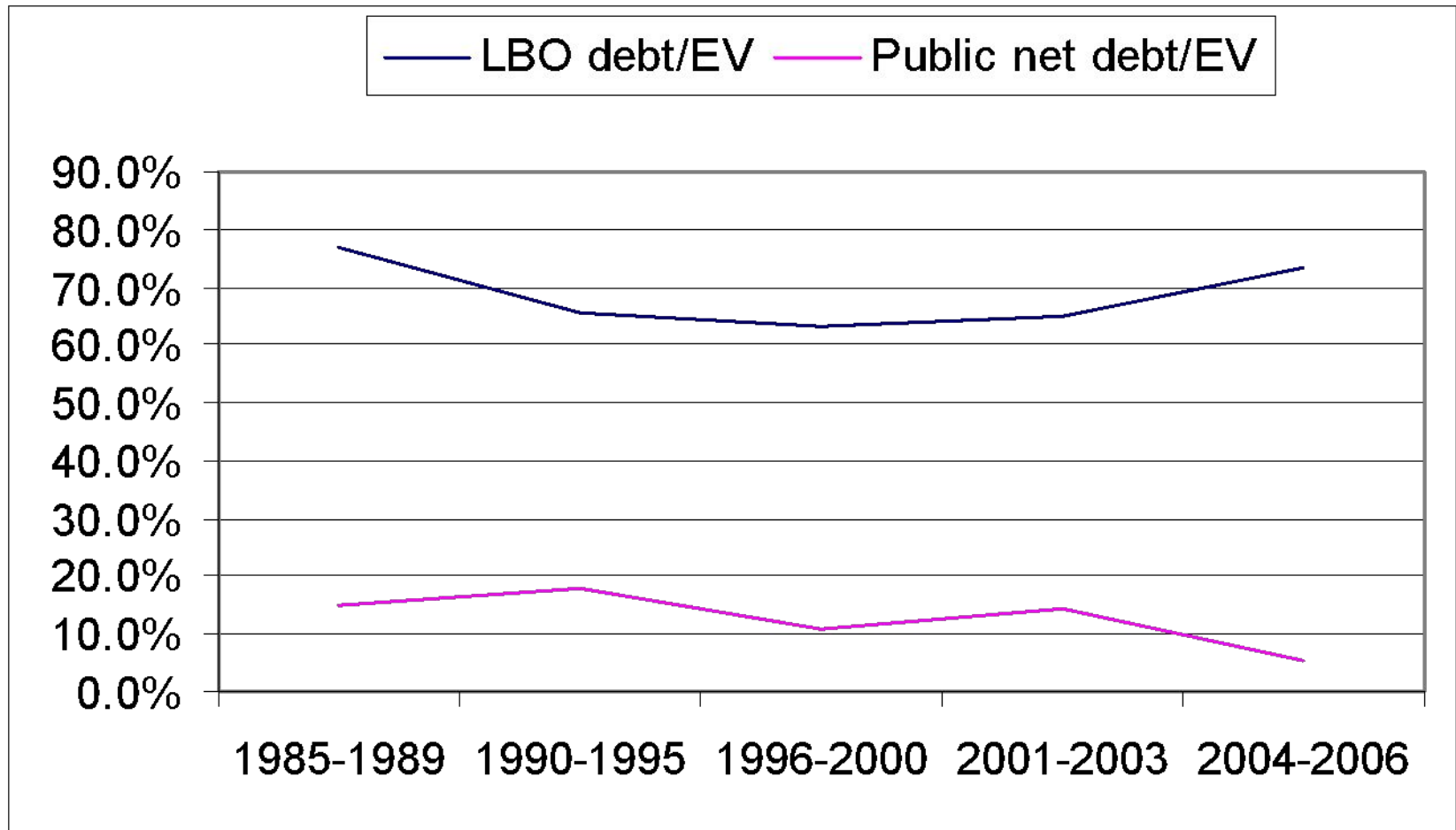
- Выкуп контрольных пакетов акций компаний за счет долгового финансирования (LBO) — альтернатива продаже компании другой торгующей компании или выделению (продаже материнской компанией части акций дочерней компании).
- LBO могут проводиться руководством компании (т. н. MBO — приобретение руководством) или внешним инвестором, например, частным инвестиционным фондом.
- Высокая доля заемных средств дает руководству возможность приобрести крупный пакет акций.
- Высокая доля заемных средств обеспечивается высокодоходными («бросовыми») долговыми обязательствами и промежуточными (мезанинными) кредитами. Мезанинное финансирование гарантирует высокую доходность ценных бумаг, обеспеченных варрантами или механизмом конвертации привилегированных акций в обыкновенные с сохранением доли в акционерном капитале («ratchet»). Благодаря сохранению доли в капитале держатели ценных бумаг (в частности, руководство компании) могут получить прибыль от проведения LBO: их конечная доля собственности после выхода из сделки (например, продажи) зависит от динамики цен на акции или от цены продажи.
- Участие частных инвестиционных фондов — KKR и Intermediate Capital.

What is special about LBOs?

- Jensen regards LBOs as an alchemy for failures of governance. Why?
- Reverse LBO's- why are they a puzzle?
 - Cao and Lerner (2006) study three and five-year stock performance of 526 LBOs between 1981 and 2003. They find that Reverse-LBOs perform as well as or better than other IPOs and the stock market as a whole. However, there is evidence of deterioration of returns over time.

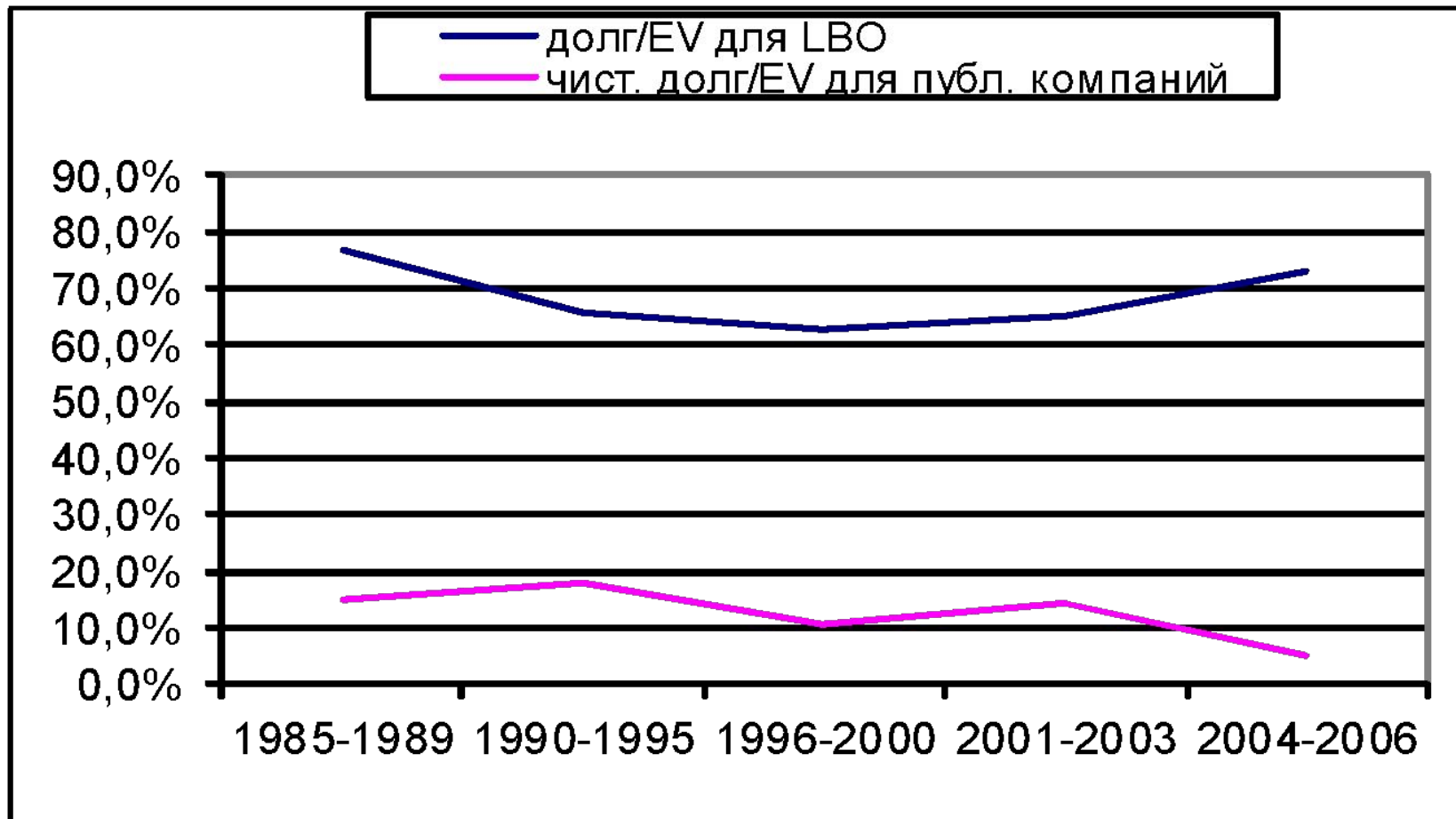
- По мнению М. Дженсена, LBO — универсальное средство для компаний с недостаточно развитой системой корпоративного управления. Почему?
- Обратные LBO — в чем трудность?
 - Дж. Цао и Дж. Лернер [Cao and Lerner (2006)] провели исследование динамики 526 трехлетних и пятилетних LBO за период 1981—2003 гг. Согласно полученным данным, прибыль от обратных LBO не ниже, а иногда и выше, чем от других IPO и фондового рынке в целом. Однако следует отметить, что со временем прибыльность снижается.

3. LBOs vs. Public Company Leverage (US & Europe)



Source: Axelson, Jenkinson, Stromberg and Weisbach, 2008.

3. Сравнение LBO и привлечения заемных средств публичными компаниями (США и Европа)



Источник: Аксельсон, Дженкинсон, Стромберг и Вайсбах (Axelson, Jenkinson, Stromberg and Weisbach), 2008 г.

A Typical Buyout: Purchase of Kwik-Fit by PAI Partners in August 2005

	Amount (£m)	Terms	Pricing (spread over LIBOR)	Multiple of EBITDA (£m)
Enterprise Value	773.5			8.1 x
Equity	191.0 (25%)			2.0 x
Debt				
Term Loan A	140	7 year amortizing	2.25%	
Term Loan B	135	8 year bullet	2.50%	
Term Loan C	135	9 year bullet	3.00%	
<i>Total Senior Debt</i>	<i>410.0</i>			<i>4.3 x</i>
2 nd Lien	75	9.5 year	5.00%	
Mezzanine	97.5	10 year	4.5% + 5% PIK	
Total Debt	582.5 (75%)			6.1 x
Revolving credit facility	40	7 year	2.25% (pay-in-kind)	
Capex facility	50	7 year	2.25%	

Source: Axelson, Jenkinson, Stromberg and Weisbach, 2008.

Пример сделки LBO: Приобретение Kwik-Fit фондом PAI Partners в августе 2005 г.

	Сумма (£ млн)	Условия	Установление цены (спред по ставке ЛИБОР)	Мульт-р кратность (ЕБИТДА/2005 млн)
Стоимость компании	773,5			8,1 x
Акционерный капитал	191,0 (25 %)			2,0 x
Долг				
Срочный кредит А	140	7 лет (амортиз.)	2,25 %	
Срочный кредит В	135	8 лет (единовр.)	2,50 %	
Срочный кредит С	135	9 лет (единовр.)	3,00 %	
<i>Итого долг первой очереди</i>	<i>410,0</i>			<i>4,3 x</i>
Залог. право второй очереди	75	9,5 лет	5,00 %	
Мезанинный кредит	97,5	10 лет	4,5 % + 5 % (платеж натурой)	
Итого долг	582,5 (75 %)			6,1 x
Возобновл. кред. линия	40	7 лет	2,25 %	
Кред. линия на покрытие кап. затрат	50	7 лет	2,25 %	

Источник: Аксельсон, Дженкинсон, Стромберг и Вайсбах (Axelson, Jenkinson, Stromberg and Weisbach), 2008 г.

Private Equity: Boom and Bust?

(Source: Acharya, Franks, and Servaes, 2008)

- Boom of LBO market in 2000s.
 - Abundant liquidity in the credit market through syndicated loans which are traded in the secondary market or packaged into structured products (e.g. CLOs).
 - Growth of private equity funds.
 - Rise of importance of hedge funds.
- Implications of increasing size of LBO market through funding with that is dispersed?
 - Lower incentives for originating bankers to screen and monitor effectively.
 - Higher probability of drying up of new funding for financial institutions due to the opacity in the distribution of LBO debt.
- What can be done?

Частные инвестиции: бум и спад?

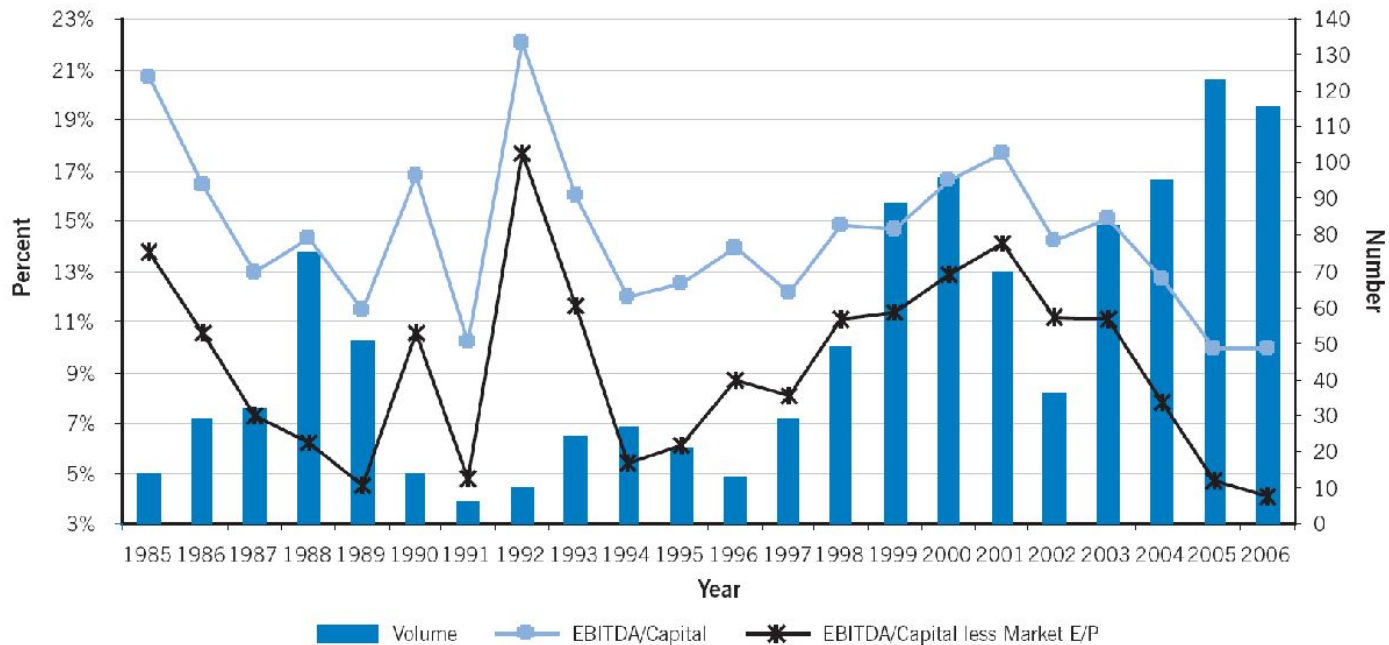
(Источник: Ачария, Фрэнкс и Серваэс, 2008 г.)

- Бум рынка LBO в 2000-х гг.
 - Высокая ликвидность кредитного рынка благодаря синдицированным кредитам, торгуемым на вторичном рынке или включенным в структурированные продукты (напр., обеспеченные кредитные обязательства, CLO).
 - Развитие ФПИ.
 - Увеличение значимости хедж-фондов.
- Последствия роста рынка LBO за счет «рассредоточенного» финансирования:
 - Снижение значимости эффективного мониторинга сделок для банков-организаторов долгового финансирования.
 - Увеличение вероятности прекращения притока нового финансирования для финансовых институтов ввиду непрозрачности процесса распределения долга в LBO.
- Каковы варианты действий?

Private Equity: Boom and Bust? (cont'd)

(Source: Acharya, Franks and Servaes, 2008)

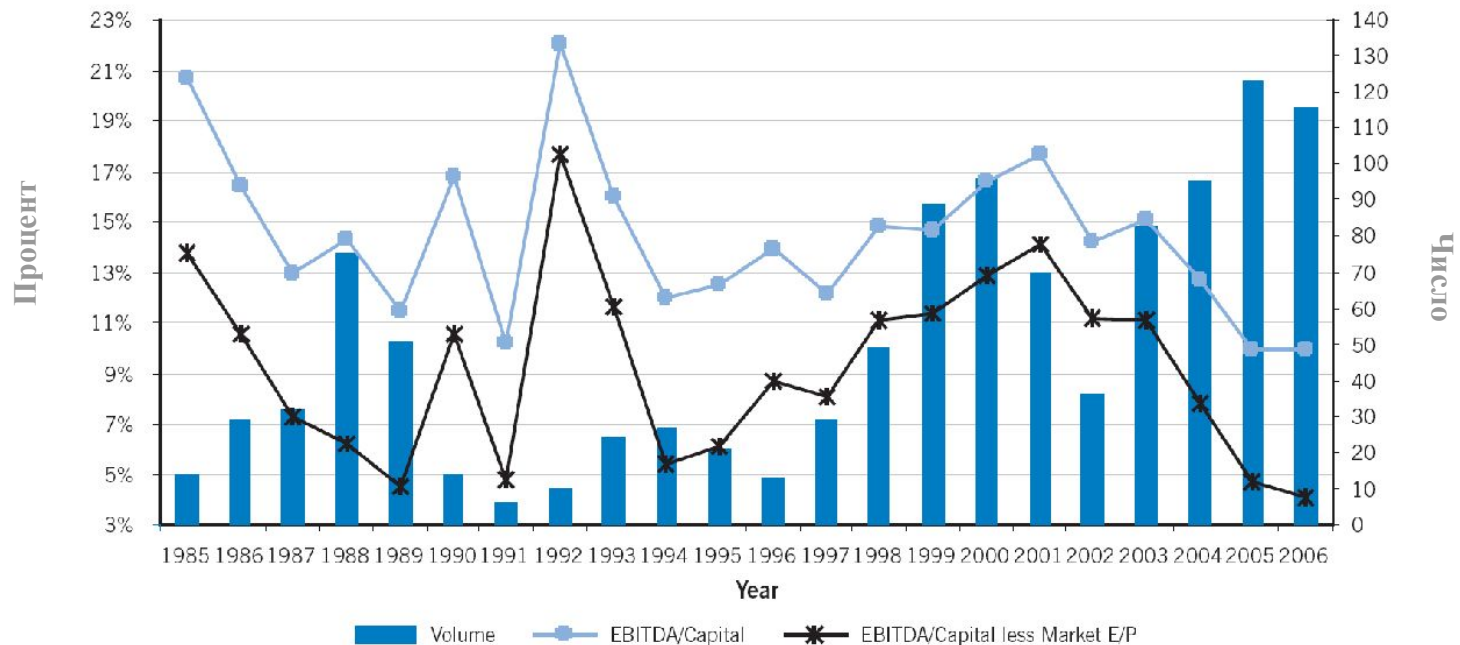
Figure 4 EBITDA to Capital Ratios: Unadjusted and Adjusted for the S&P 500 (Median Values)



Source: Acharya, Franks and Servaes, 2008.

Частные инвестиции: бум и спад? (прод-е) (Источник: Ачария, Фрэнкс и Серваэс, 2008 г.)

Рис. 4 EBITDA к коэфф. достаточности кап-ла: без корректировки и с корректировкой на индекс S&P 500 (медиана)





Источник: Ачария, Фрэнкс и Серваэс (Acharya, Franks and Servaes), 2008 г.

4. Views of the future

- Guy Hands (Terra Firma) : Debt will not return to the levels of 2006-2007 in our lifetime. That was an aberation, not a norm.
- Steve Kaplan (Chicago): This downturn may be worse, but the deal structures of 2005 to 2007 in terms of coverage ratios and debt repayment schedules are less onerous than in the 1980s.

4. Перспективы

- Гай Хэндс (Guy Hands, Terra Firma): объемы долгового финансирования в обозримом будущем не повторят уровень 2006—2007 гг., который, по сути, был отклонением от нормы.
- Стив Каплан (Steve Kaplan, Chicago): спад рынка долгового финансирования в этот раз может быть более значительным, однако условия расчета коэффициентов покрытия и графиков погашения в 2005—2007 гг. были менее выгодными, чем в 1980-е гг.

- 
- 
- Laurent Haziza (Rothschild): Equity is now working for debt with little prospect of earning a return. Sponsors are going along with covenant re-sets for the equity to keep its option value alive.
 - Dean (Avista Capital): Today's 20-30% drop in performance will lead to consolidation, but with economic recovery and increasing returns, capital will again gravitate to the industry.

- Лорен Хазиза (Laurent Haziza, Rothschild): акционерный капитал используется для обслуживания долга и вряд ли будет приносить прибыль. Частные инвестиционные фонды готовы пересматривать условия использования акционерного капитала для сохранения стоимости опционов.
- Т. Дин (Dean, Avista Capital): текущий спад рынка на 20—30 % создаст условия для консолидации, однако по мере восстановления экономики и **увеличения прибыли будет происходить повторный отток капитала в отраслевой сектор.**

How profitable has Private Equity been and where have those profits come from? UK study

Based upon a paper and presentation by Viral Acharya and Conor Kehoe

Насколько прибыльна деятельность фондов прямых инвестиций и каковы источники этой прибыли? Исследование на основе анализа опыта британских компаний

По материалам доклада и презентации Вирала Ачарии (Viral Acharya) и Конора Кехоу (Conor Kehoe)

Key questions addressed as part of the research

1

Do Private Equity owned companies create additional value at an enterprise level vs. their quoted sector peers?

1

a

Are the returns to large, mature PE houses simply due to financial gearing of deals on top of comparable sector risk?

1

b

What is the nature of systematic and leverage-induced risk in PE deals?

2

What is the operating performance of PE owned companies relative to that of quoted peers? How does this performance relate to value creation?

3

What are the distinguishing characteristics of the PE governance approach relative to PLC Boards? Which of these are associated with value creation?

Основные вопросы, рассматриваемые в рамках исследования

1

Создают ли принадлежащие ФПИ компании дополнительную стоимость на уровне предприятия в сравнении с сопоставимыми публичными компаниями из соответствующего сектора?

1

a

Связана ли доходность инвестиций крупных опытных ФПИ помимо сопоставимых отраслевых рисков просто с финансовым рычагом сделок?

1

b

Какова природа систематического риска и риска, связанного с заимствованием средств, в сделках ФПИ?

2

Каковы показатели операционной деятельности принадлежащих ФПИ компаний в сравнении с аналогичными показателями сопоставимых публичных компаний? Как связаны эти показатели с повышением стоимости?

3

Каковы отличительные характеристики подхода ФПИ к управлению в сравнении с подходами Советов директоров публичных компаний? Какие из них связаны с повышением стоимости?

Answers so far...

1

PE deals of our sample from the UK have out-performed their quoted sector peers on average, based on an “alpha”, controlling for sector risk and leverage

- Out-performance is partly but not entirely attributable to levering up on sector
- Out-performance is in fact higher when quoted peers have under-performed

2

Out-performance correlated with stronger operating performance relative to peers

- Improvement in EBITDA margins is the key variable linked to deal alpha
- Organic deals have done better than those involving acquisitions and divestments

3

Interviews with GPs suggest that PE boards adopt an active governance approach

- Replacement of management in first 100 days and greater GP involvement and external support feature in out-performing deals

Ответы на настоящий момент...

1

Представленные в нашей выборке компании, выкупленные ФПИ на британском рынке, показали большую эффективность в сравнении со средними показателями публичных сопоставимых компаний в соответствующих секторах по показателю альфа с учетом разницы в отраслевом риске и доле заемных средств

- Большая эффективность связана частично (но не полностью) с повышением доли заемных средств у компаний сектора
- Разница в показателях, в действительности, выше на фоне низких показателей публичных сопоставимых компаний

2

Более высокая эффективность коррелирует с более высокими показателями операционной деятельности в сравнении с сопоставимыми компаниями

- Повышение показателей маржи по EBITDA является основным параметром, связанным с коэффициентом альфа инвестиций
- Инвестиции «органического» характера демонстрируют более высокую результативность, чем сделки, в рамках которых осуществляется приобретение или продажа активов

3

Результаты опроса Полных партнеров говорят о том, что Советы директоров ФПИ используют активный подход к управлению

- Для более эффективных инвестиций характерны замена руководства в первые 100 дней после приобретения компании фондом и более активное участие Полных партнеров и внешних экспертов

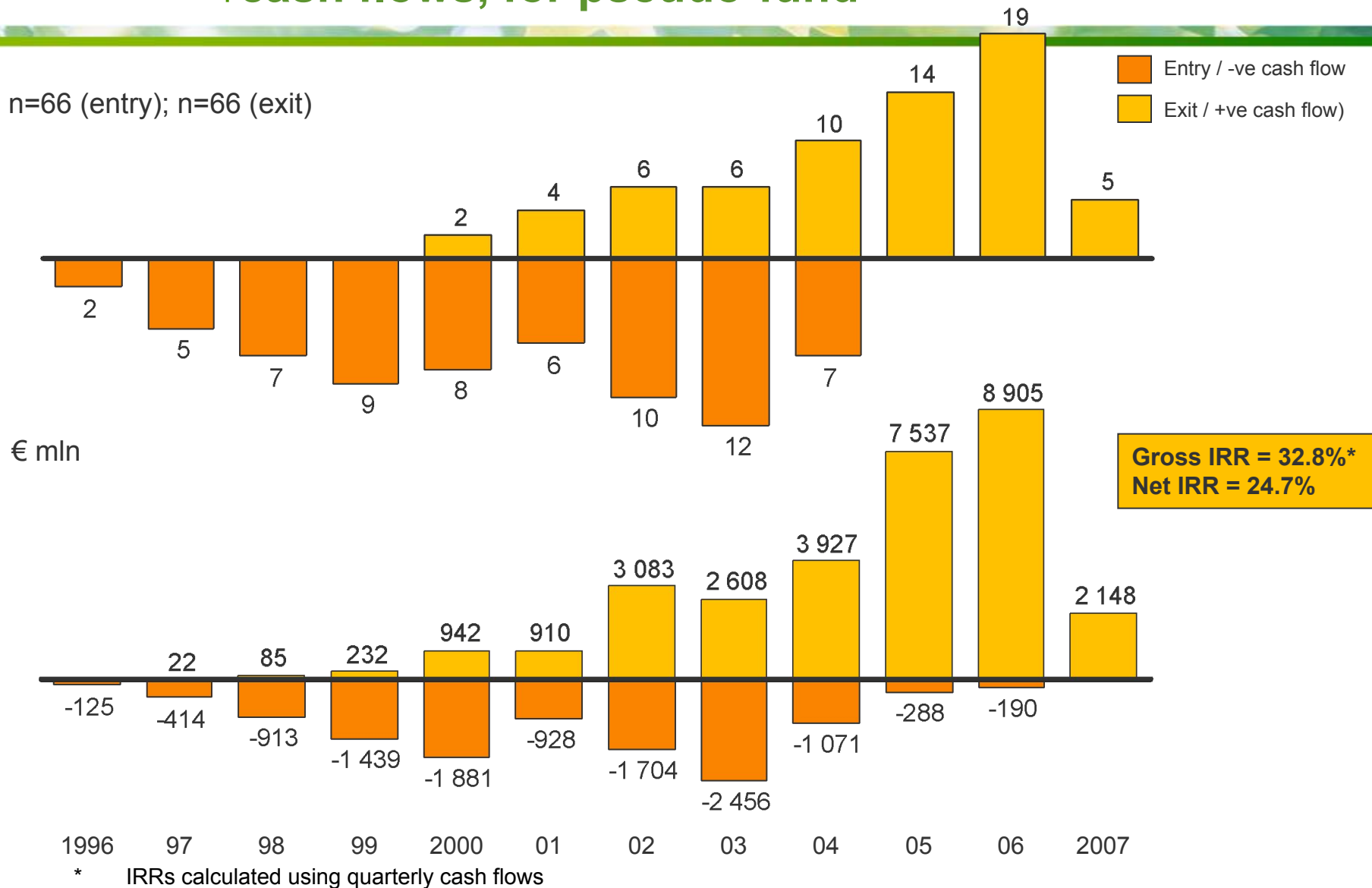
Focus on UK deals: characteristics of data-set

- Selected deals represent relatively large UK companies acquired by twelve large and mature PE houses
 - Acquired between 1996–2004, (if) exited during 2000-2007
 - For values greater than €100 million
- Deals have a median enterprise value at start of ~ €471 million
 - 18 deals > €1 billion
 - 15 in €500m- €1billion
 - 33 in €100m- €500m
- Currently, the data-set comprises 66 UK deals:
 - 59 exited deals (of which 4 bankruptcies)
 - 7 non-exited deals for which end EV cash flow simulated assuming start EV / EBITDA multiple and applying to end year EBITDA (robust to alternatives)
 - Eventual sample size to reach around 80 UK deals
- 29 have acquisitions and/or divestments; the balance 37 are “organic” deals
- Deals were held for an average of 3.8 years by PE firms

Анализ инвестиций в Великобритании: характеристики массива данных

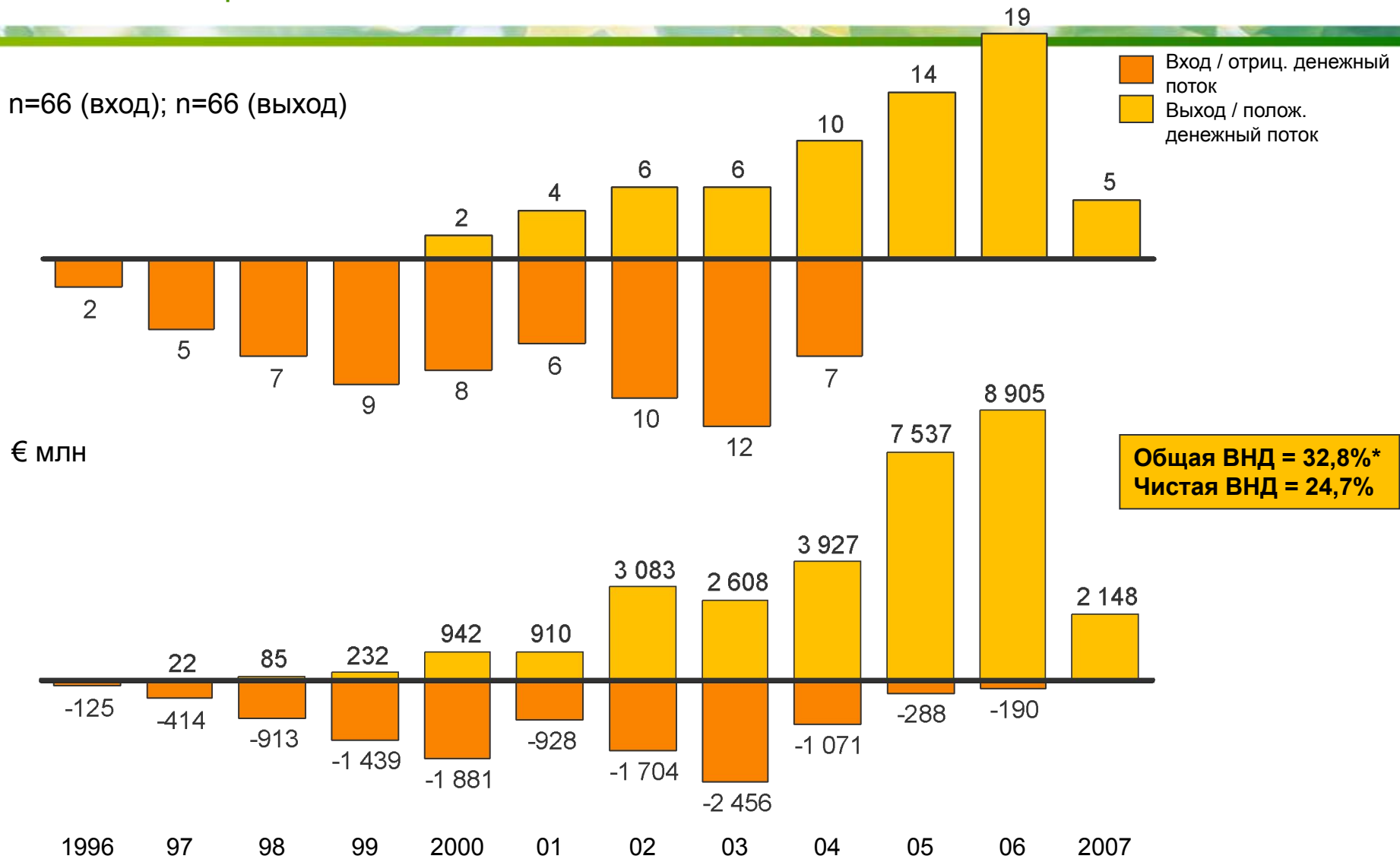
- В выборке сделок представлены относительно крупные британские компании, приобретенные 12 крупными опытными ФПИ
 - Приобретены в период 1996—2004 гг., выход из инвестиций (если таковой имел место) — в период 2000—2007 гг.
 - Стоимость приобретения — свыше €100 млн
- Начальная медианная стоимость предприятия ~ €471 млн
 - 18 сделок объемом > €1 млрд
 - 15 сделок объемом €500 млн — €1 млрд
 - 33 сделок объемом €100 млн — €500 млн
- В настоящее время в массиве данных представлено 66 сделок, осуществленных в Великобритании, в том числе:
 - 59 сделок с выходом из инвестиций (из них 4 банкротства)
 - 7 сделок без выхода из инвестиций, в которых конечный коэффициент «стоимость компании (EV)/денежный поток» был смоделирован на основе начального коэффициента $EV / EBITDA$ и показателя $EBITDA$ на конец года (результаты устойчивы при использовании альтернативных методов расчета)
 - Конечный объем выборки должен составить около 80 сделок на британском рынке
- В 29 сделках приобретались и/или продавались активы; остальные 37 представляют собой инвестиции «органического» характера
- Средняя продолжительность инвестиций ФПИ — 3,8 лет

Time distribution of deal entry & exit, and cash flows, for pseudo-fund



Распределение по времени входа в сделку/выхода из нее и денежные потоки абстрактного фонда

n=66 (вход); n=66 (выход)

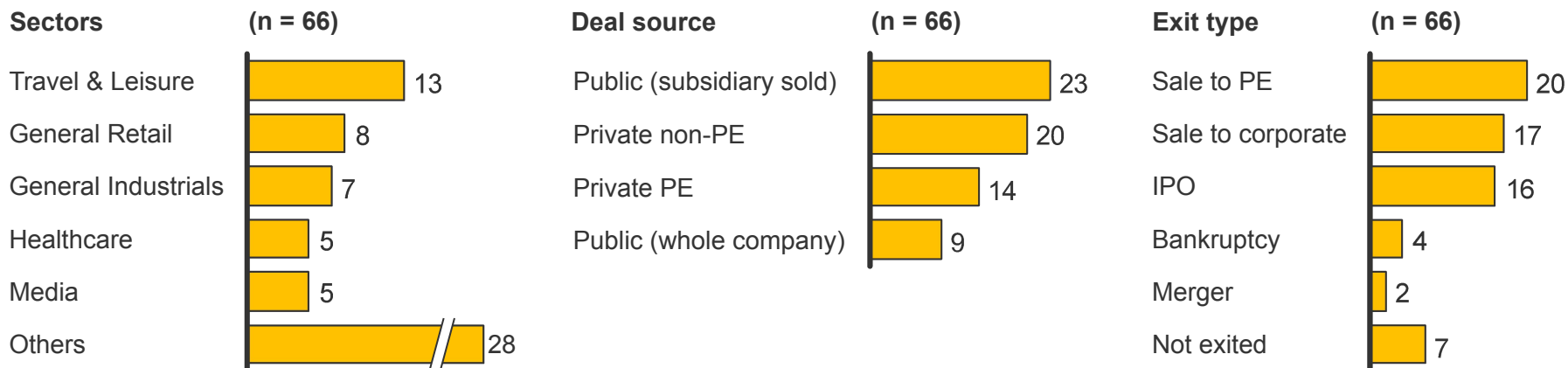


Общая ВВД = 32,8%*
Чистая ВВД = 24,7%

* Показатели IRR (внутр. нормы доходности) рассчитаны на основе квартальных денежных потоков

Distribution of deals by sector, deal source, exit type and years

Deals split by...



Deals by entry and exit year (n = 66)

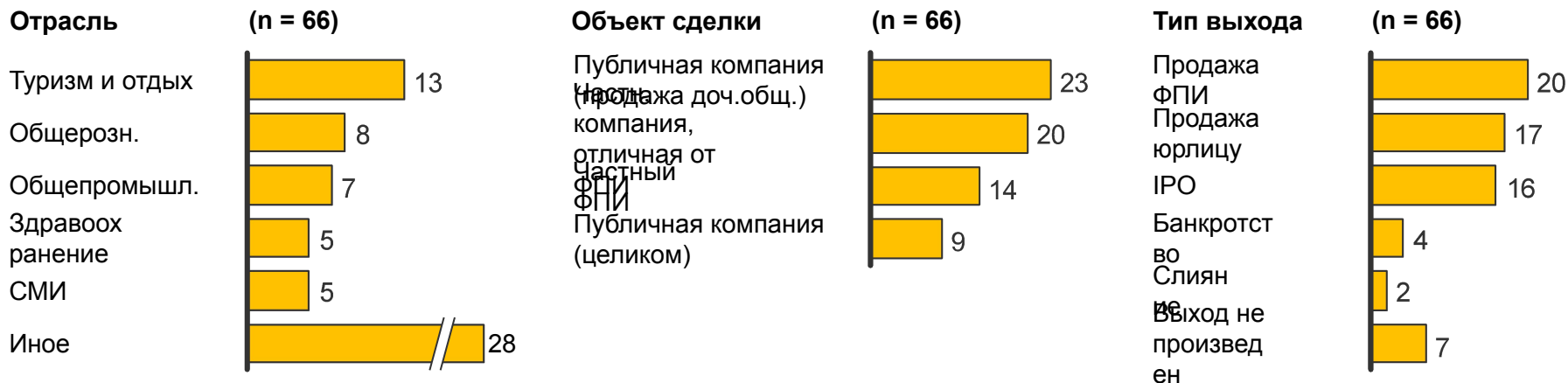
Years	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Entry	2	5	7	9	8	6	10	12	7	n/a	n/a	n/a
Exit	n/a	n/a	n/a	n/a	2	4	6	6	10	14	19*	5**

* Includes five deals for which exit simulated

** Includes two deals for which exit simulated

Распределение сделок по секторам, объектам сделок, типу выхода и годам

Сделки в разбивке по...



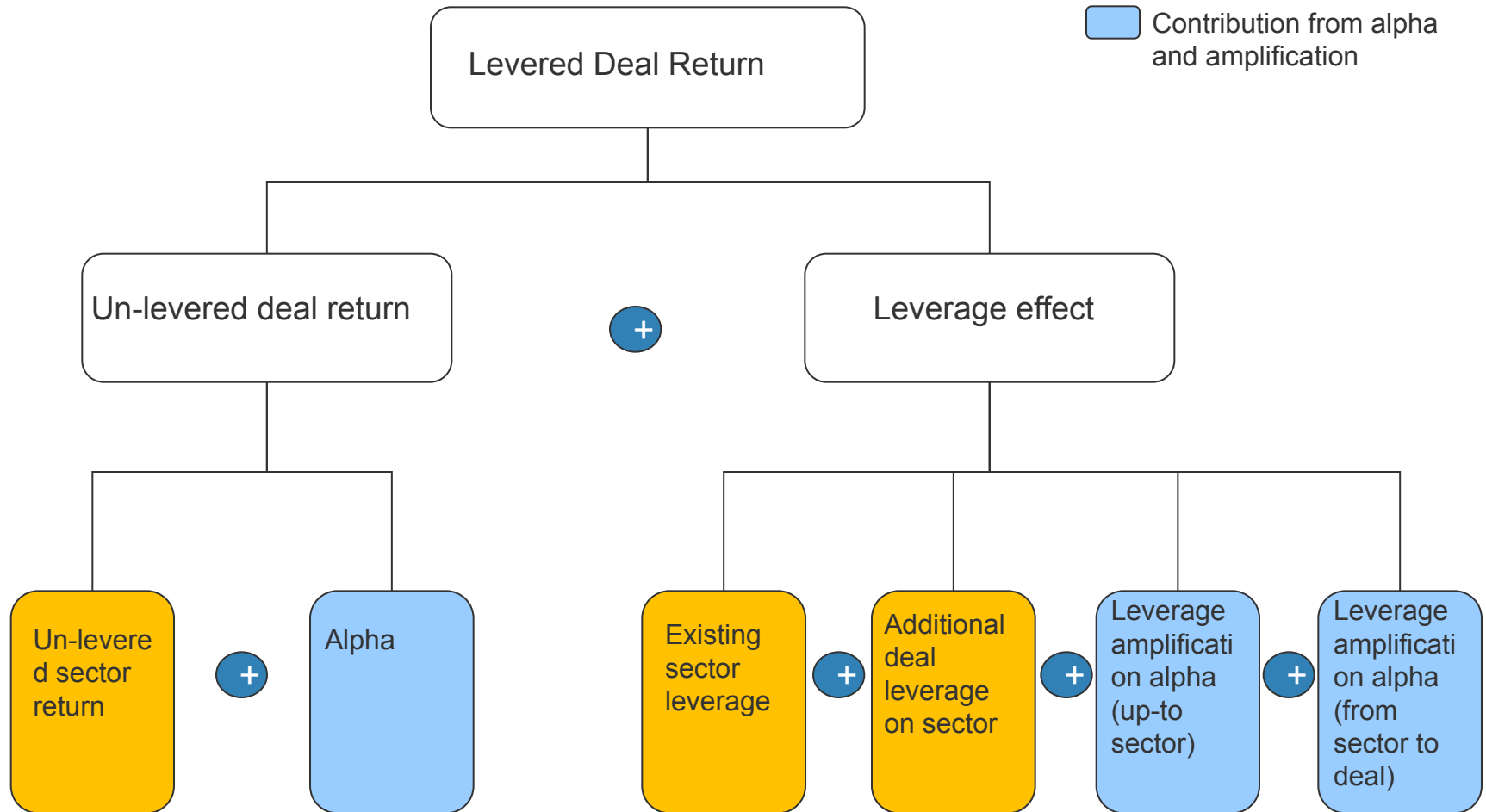
Распределение сделок по годам входа и выхода (n = 66)

Год	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Вход	2	5	7	9	8	6	10	12	7	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Выход	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	2	4	6	6	10	14	19*	5**

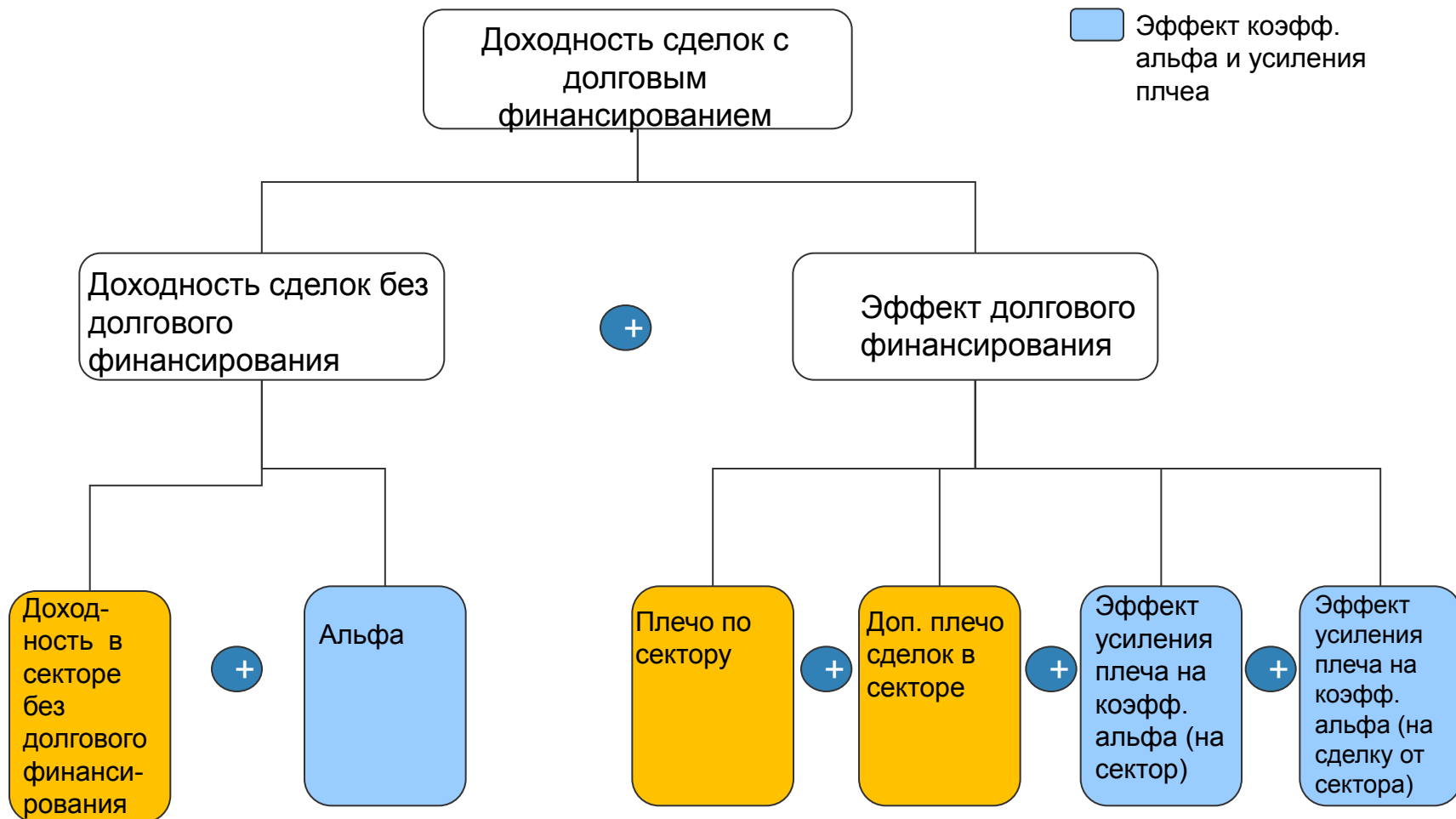
* В том числе 5 сделок с моделированием выхода

** В том числе 2 сделки с моделированием выхода

Methodology used to disaggregate portfolio company performance



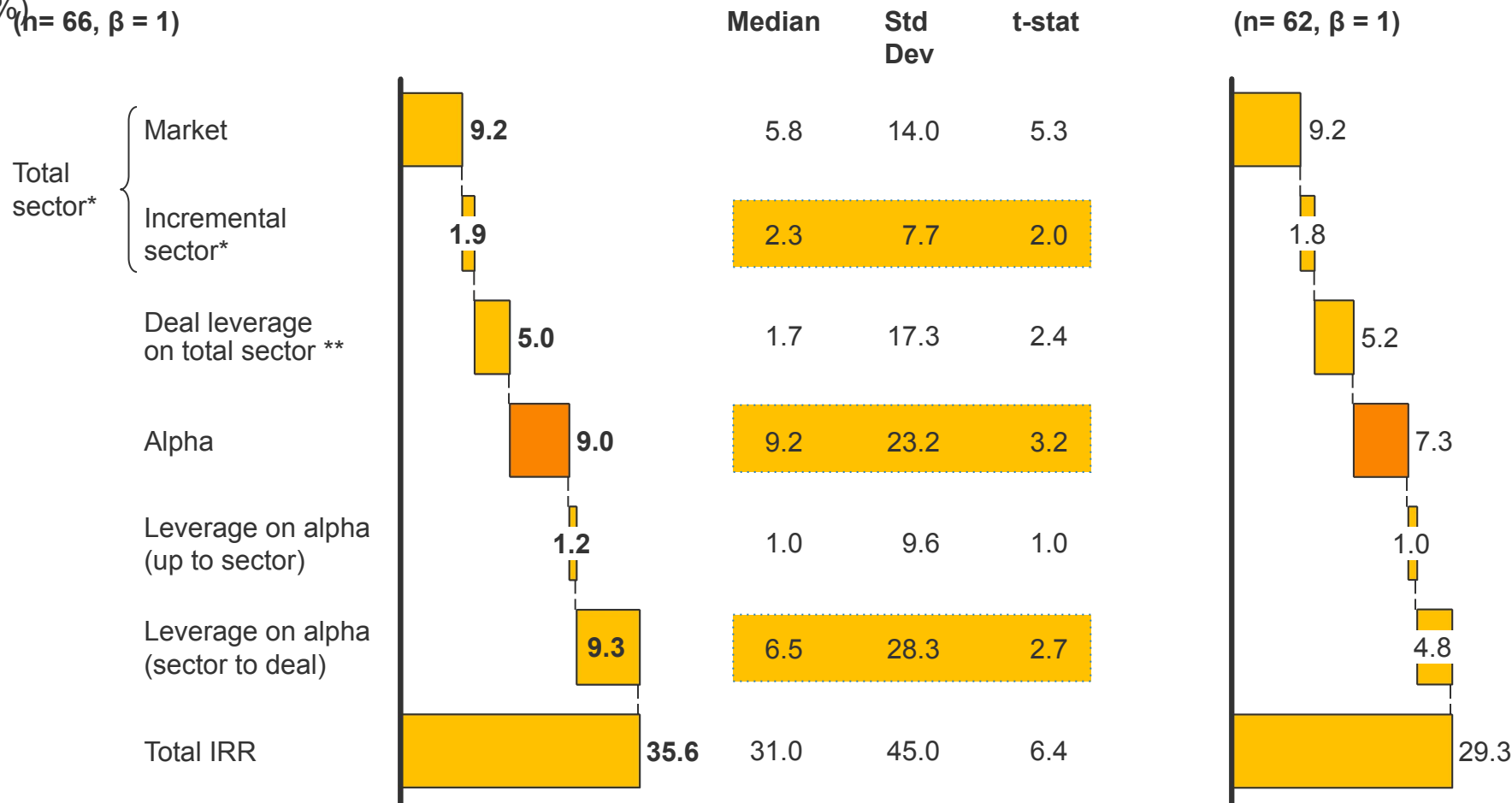
Методика разделения показателей портфельных компаний



PE deals in our sample have out-performed their sectors on average, after adjusting for leverage; alpha is still significant after removing sample skew

IRR decomposition

(%)
(n= 66, $\beta = 1$)

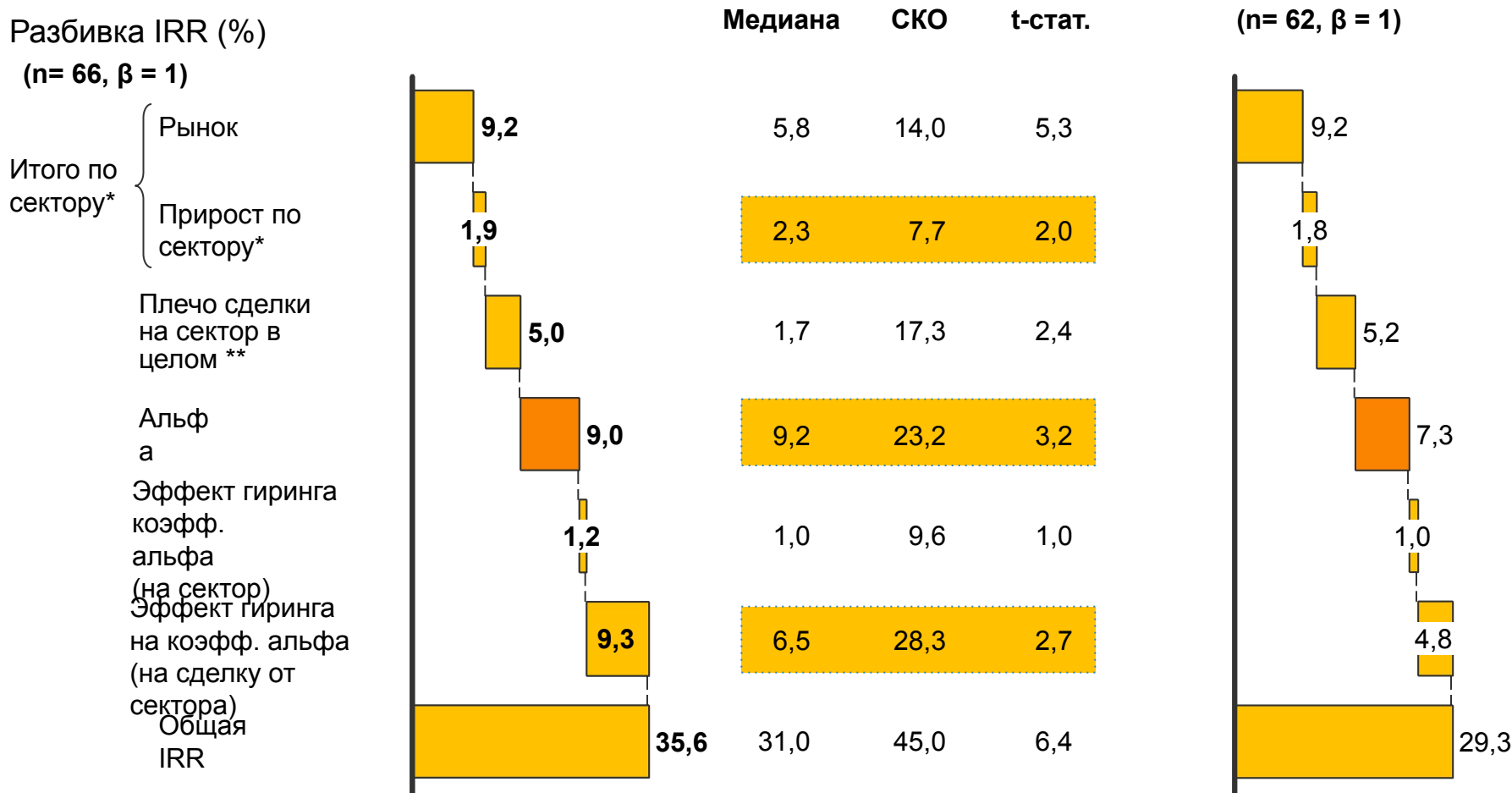


* Sector return reflects the market return and the additional return (over the market) by the comparable sectors over the deal period

* Deal leverage effect assumes sector leverage is increased to the deal leverage

Source: PE deal data; Datastream; team analysis

После корректировки по доле заемных средств инвестиции ФПИ в нашей выборке показали бóльшую эффективность чем по соответствующим секторам в среднем; показатель альфа после устранения погрешности выборки остается значительным

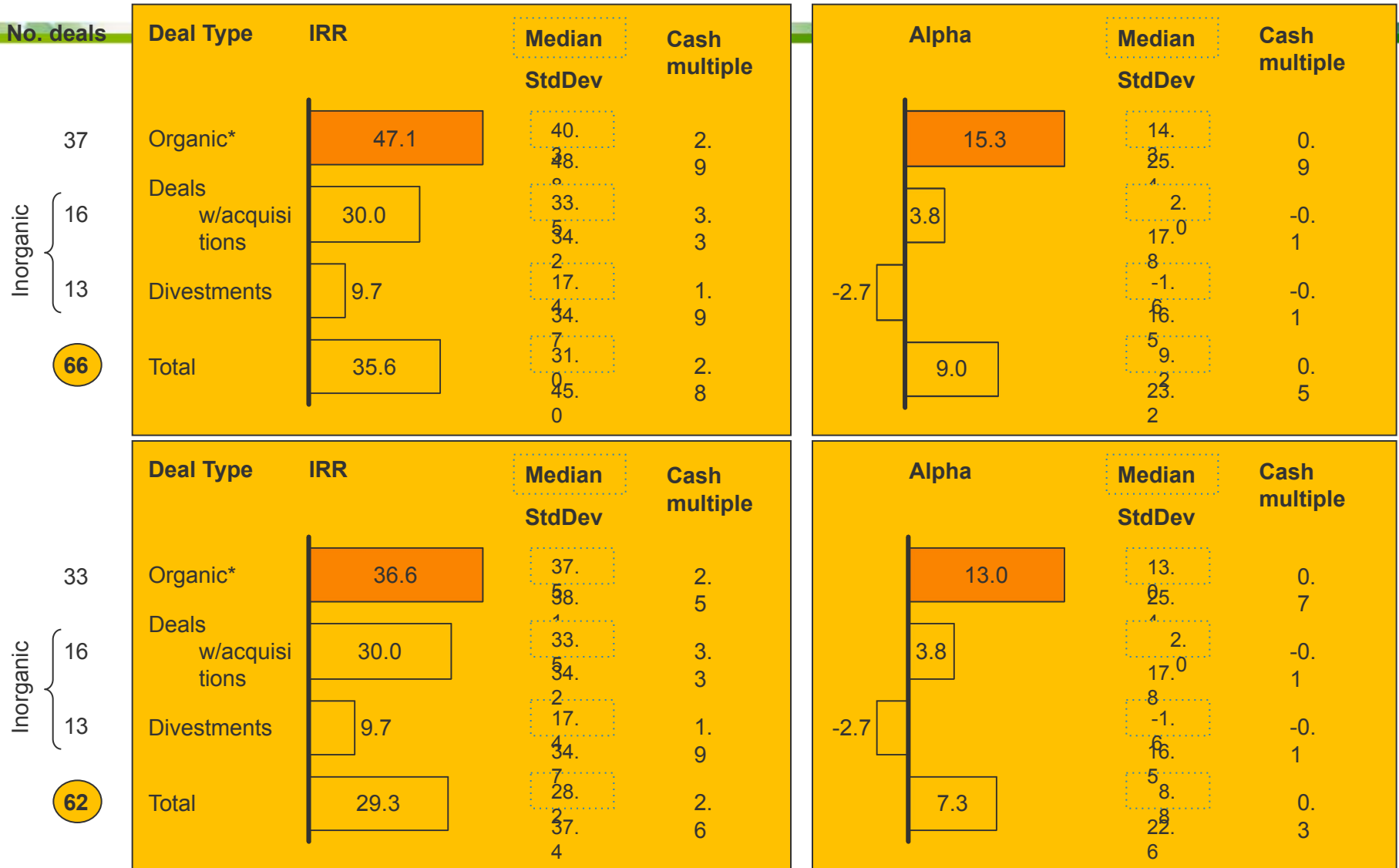


* Доходность по сектору отражает доходность по рынку и дополнительную доходность (по рынку) по сопоставимым секторам в течение периода инвестиций

* * Эффект плеча сделки основан на допущении об увеличении плеча по сектору до плеча сделки

Источник: данные по сделкам ФПИ; Datastream; анализ исследовательской группы

Organic deals outperform inorganic deals on both total IRR and alpha; divestments appear to distinctly under-perform in our sample



* Organic deals are those where no major acquisition or divestment was reported

Source: PE deal data; Datastream; team analysis

Инвестиции «органического» характера более эффективны, чем «неорганического» по показателю как общей IRR, так и альфа; в нашей выборке эффективность сделок с продажей существенно меньше



• К инвестициям «органического» характера относятся сделки, в рамках которых, по сообщениям, не осуществлялось крупных приобретений или продаж активов
 Источник: данные по сделкам ФПИ; Datastream; анализ исследовательской группы

EV/EBITDA improves substantially only for margin improvement deals

Organic deals (n=34), Inorganic deals (n = 27)

Organic deals by strategy	EV/ EBITDA (start)	EV/ EBITDA (exit)		EV/ EBITDA (start)	EV/ EBITDA (exit)
Sales growth without mgn. improvement	11.3	11.5		8.7	8.6
Margin improvement w/o rev. growth	9.6	11.6		10.3	9.4
Margin improvement & rev. growth	8.5	9.2		8.9	8.9
Others	8.3	8.2		7.7	8.8
Average of all organic deals	9.5	10.2		9.0	8.9
Average of inorganic deals	9.6	10.9		9.8	9.5

Source: PE deal data; Datastream; team analysis

Значительное повышение коэфф. EV/EBITDA только в случае инвестиций для увеличения маржи

Инвестиции «органического» характера (n=34), Инвестиции «неорганического» характера (n = 27)

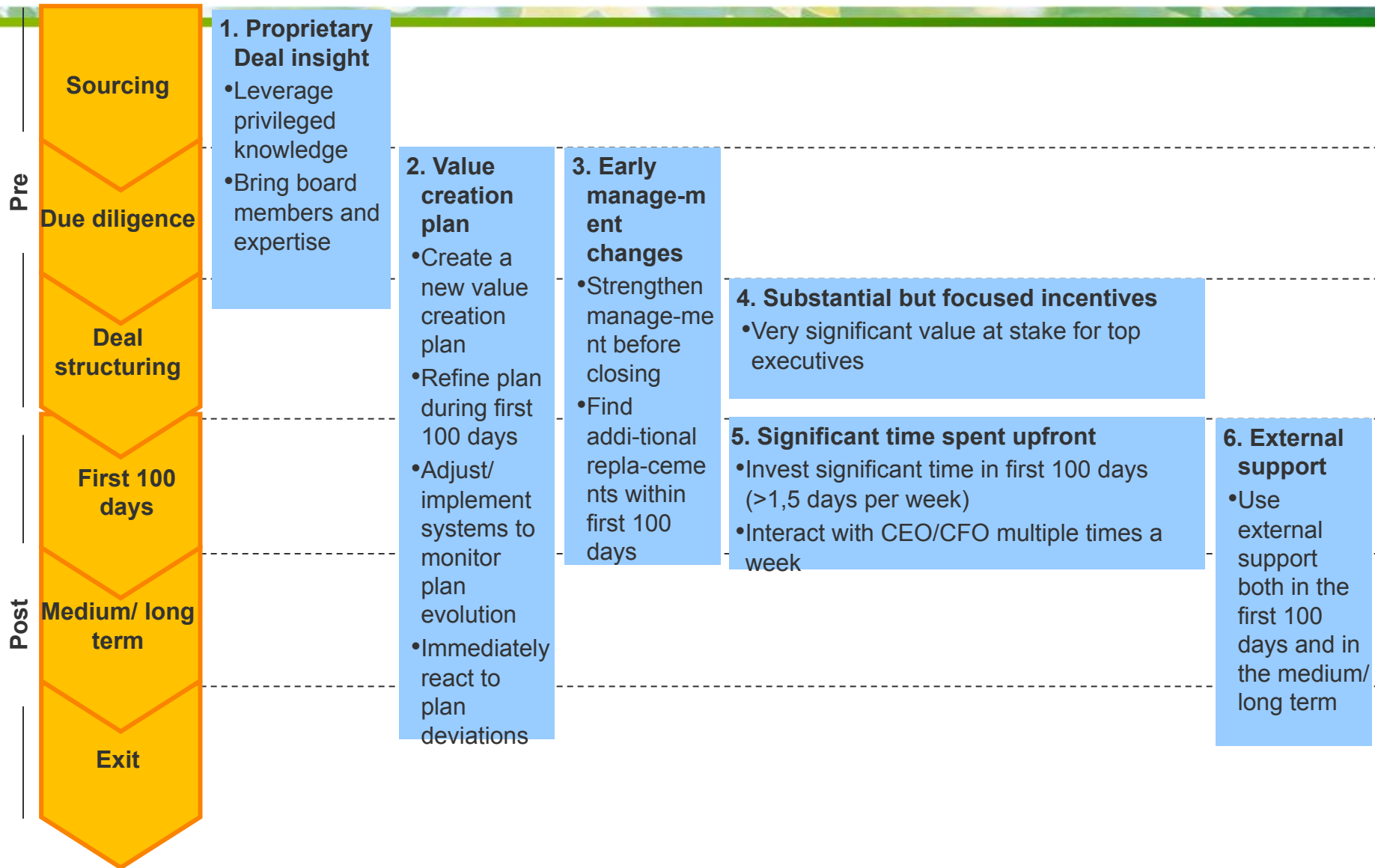
Показатели выкупленных компаний

Показатели по сектору

Стратегия инвестиций «орган.» характера	EV/EBITDA (начальн.)	EV/EBITDA (на выходе)	(на	EV/EBITDA (начальн.)	EV/EBITDA (на выходе)	(на
Рост продаж в отсутствие роста рентабельности	11,3	11,5		8,7	8,6	
Рост рентабельности в отсутствие роста выручки	9,6	11,6		10,3	9,4	
Рост рентабельности и выручки	8,5	9,2		8,9	8,9	
Иное	8,3	8,2		7,7	8,8	
Средн. показатели по всем инвестициям «орган.» характера	9,5	10,2		9,0	8,9	
Средн. показатели по инвестициям «неорг.» характера	9,6	10,9		9,8	9,5	

Источник: данные по сделкам ФПИ; Datastream; анализ исследовательской группы

Company outperformance driven by active ownership practices deployed mainly before or right after acquisition



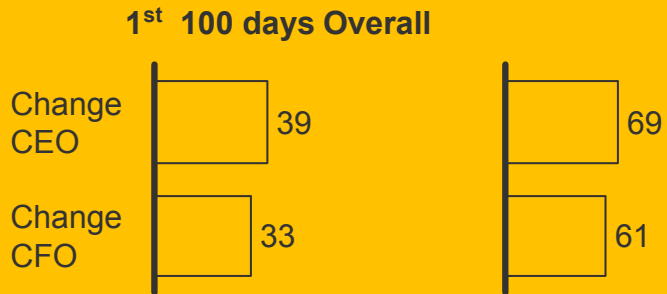
Повышенная эффективность компании обеспечивается активным подходом к управлению, реализуемым в основном до или сразу после приобретения



PE follows an active governance approach (continued)

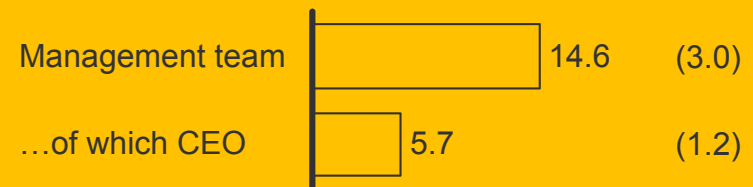
Changes to the management team (n = 51)

% deals with change in top management team



Incentive structure

% of ordinary equity (% total equity) (n = 54)

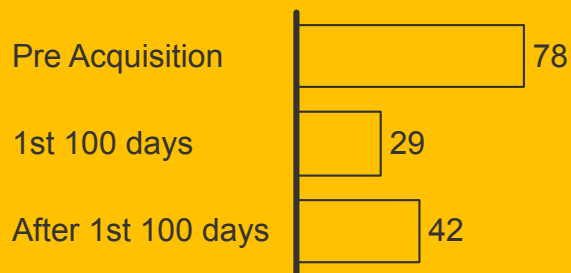


Cash multiple on hitting base case targets (n = 27)



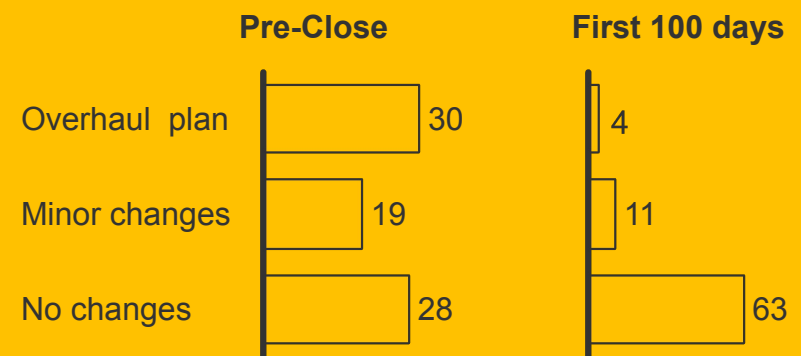
Support with external expertise (n = 46)

% of deals with external support



Actively shape plan (n = 44)

% of deals where value plan was revised



Source: PE interviews; team analysis

ФПИ используют активный подход к управлению (прод.)

Изменения в составе руководства (n = 51)

% сделок со сменой состава высшего руководства
Первые 100 дней в целом

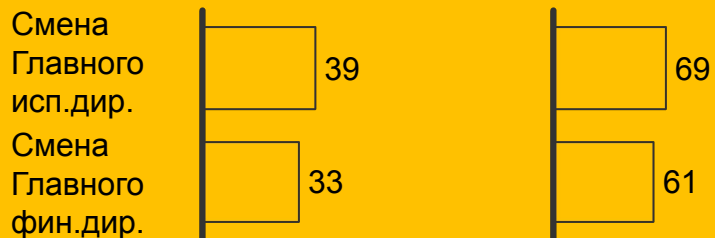
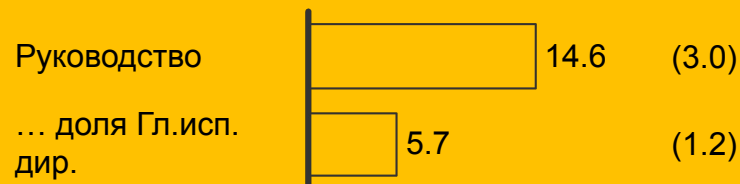


Схема стимулирования

% обыкновенных акций (% общего числа акций) (n = 54)

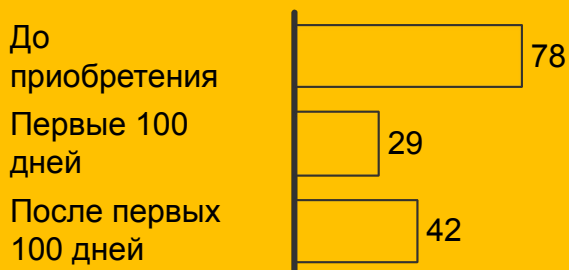


Мультипл. ден.средств по объектам сделок базового сценария (n = 27)



Поддержка внешних экспертов (n = 46)

% сделок с внешней поддержкой



Активное формирование плана (n = 44)

% сделок с пересмотром плана повышения стоимости



Источник: результаты опроса ФПИ; анализ исследовательской группы

Value creation initiatives consist of productivity and organic growth

Productivity initiatives

- 1 Purchasing (e.g. supplier consolidation)
- 2 Process efficiency (e.g. supply chain)
- 3 Overhead reduction (e.g. SG&A, or Selling, General & Admin costs)
- 4 Other cost reduction (detailed by interviewee)
- 5 Working capital reduction
- 6 CAPEX reduction

Organic growth initiatives

- 1 Review of pricing
- 2 New channels
- 3 New products
- 4 New geographies
- 5 Existing geographies, new customers
- 6 Existing geographies, existing customers

Инициативы по повышению стоимости включают программы повышения производительности и органического роста

Программы повышения производительности

- 1 Закупки (напр., консолидация поставщиков)
- 2 Эффективность процессов (напр., цепочки поставок)
- 3 Сокращение накладных расходов (напр., адм., общ. и торг. расходов, расходов по продажам, общ. и адм. расходов)
- 4 Сокращение прочих расходов (уточняется опрашиваемым)
- 5 Уменьшение оборотного капитала
- 6 Сокращение капитальных затрат

Программы органического роста

- 1 Пересмотр политики ценообразования
- 2 Новые каналы (сбыта)
- 3 Новая продукция
- 4 Расширение географии сбыта
- 5 Та же география, новые клиенты
- 6 Та же география, имеющиеся клиенты

How does the PE governance model differ from that of PLCs?

Based on data from Spencer Stuart 2005 Board Index for top 150 firms in the UK (matched to average size of sample deals)

		PE Model	PLC Model*
1.	Board size	<ul style="list-style-type: none"> Average size = 8 	<ul style="list-style-type: none"> Average Size = 10
2.	Board composition (%)	<ul style="list-style-type: none"> NXD = 24 PE = 33 Mgt. = 43 	<ul style="list-style-type: none"> NXD = 50 PE = 0 (n/a) Mgt. = 50
3.	Frequency of board meetings	<ul style="list-style-type: none"> Formal – 9/year on average Informal – c. 90% of deals involve contact between GP and CEO at least once/week throughout deal life (with many deals involving frequent contact every week) 	<ul style="list-style-type: none"> Formal – 9/year
4.	Time commitment to firm	<ul style="list-style-type: none"> PE partners – 0.4 Partner FTEs in 1st 100 days 	<ul style="list-style-type: none"> 20 hours/month equating to 0.1 FTE (based on 240 working days/year and 10 hours/working day)
5.	Ownership of firm	<ul style="list-style-type: none"> PE owns 75% of total deal equity (inc. equity owned by other club members) and ‘votes 100% of the shares’ 	<ul style="list-style-type: none"> NXDs have little equity and own less than 2% of voting rights Salary of £40-60k
6.	Management investment in deal	<ul style="list-style-type: none"> Management co-invests and owns ~15 % of ordinary equity CEO co-invests and owns ~6% 	<ul style="list-style-type: none"> CEO does not co-invest; works on salary and stock options
7.	Change in senior management	<ul style="list-style-type: none"> CEO changed in 69% of deals (and within 1st 100 days in 39% deals) 	<ul style="list-style-type: none"> Average CEO service = 4.7 years
8.	Cost focus	<ul style="list-style-type: none"> Successful deals grow margins as well as sales by cutting costs and increasing efficiency 	<ul style="list-style-type: none"> Only 36% of boards rate themselves as good at cost reduction

*Source: Korn Ferry 33rd Annual Board of Directors Study; team analysis

Различия между моделями управления ФПИ и публичных компаний

На основе данных Spencer Stuart Board Index за 2005 г. по ТОП-150 британских компаний (подобранных по соответствию средней величине сделок в выборке)

		Модель ФПИ	Модель публичных компаний*
1.	Численность Совета директоров	<ul style="list-style-type: none"> Средняя численность = 8 чел. 	<ul style="list-style-type: none"> Средняя численность = 10 чел.
2.	Состав Совета директоров (%)	<ul style="list-style-type: none"> Неисполнительные директора = 24 ФПИ = 33 Руководство = 43 	<ul style="list-style-type: none"> Неисполнительные директора = 50 ФПИ = 0 (Н/Д) Руководство = 50
3.	Частота заседаний Совета директоров	<ul style="list-style-type: none"> Официально — в среднем 9 раз в год Неофициально — в ок. 90 % выкупленных компаний контакты между ПП и Главным исп. директором происходят по крайней мере раз в неделю на протяжении всего срока инвестиций (во многих компаниях они часто контактируют каждую неделю) 	<ul style="list-style-type: none"> Официально — 9 раз в год
4.	Время, уделяемое фирме	<ul style="list-style-type: none"> Партнеры ФПИ — 0,4 эквивалента полной занятости (FTE) Партнеров в течение первых 100 дней 	<ul style="list-style-type: none"> 20 часов в месяц = 0,1 ЭПЗ (исходя из 240 раб. дней в году и 10-часового рабочего дня)
5.	Структура владения фирмой	<ul style="list-style-type: none"> ФПИ владеет 75 % всех акций выкупленной компании (в т. ч. акции, принадлежащие др. участникам «клубной» сделки) и «голосует по 100 % акций» 	<ul style="list-style-type: none"> Неисполнительные директора владеют небольшим пакетом акций и менее чем 2 % голосов по акциям Оклад £40—60 тыс.
6.	Инвестиции руководства в сделку	<ul style="list-style-type: none"> Руководство выступает соинвестором и владеет ~15 % обыкновенных акций Главный исп. директор выступает соинвестором и владеет ~6% 	<ul style="list-style-type: none"> Главный исп. директор не является соинвестором; получает в качестве оплаты оклад и опционы на покупку акций
7.	Изменения в составе старшего руководства	<ul style="list-style-type: none"> Смена Главного исп. директора в 69 % сделок (при этом в 39 % сделок — в течение первых 100 дней) 	<ul style="list-style-type: none"> Средняя продолжительность работы Главного исп. директора в должности = 4,7 года
8.	Сокращение расходов	<ul style="list-style-type: none"> При успешных сделках за счет сокращения расходов и повышения эффективности растут показатели рентабельности и продаж 	<ul style="list-style-type: none"> Лишь в 36 % компаниях Совет директоров положительно оценивает свою работу по сокращению расходов

*Источник: 33-е ежегодное исследование Korn Ferry Annual Board of Directors Study; анализ исследовательской группы

So what have we learnt?

1. PE deals of large, mature houses in the UK have out-performed their quoted sector peers on average, based on “alpha”, controlling for sector risk and leverage
2. Out-performance correlated with stronger operating performance relative to peers; Improving margins seems to be the mantra for generating alpha
3. PE deals of large, mature houses in the UK have grown employment on average, but less than that of quoted peers
4. Alpha deals are associated with replacing management with a new team focused on improving margins and profitability per employee and provision of support to top management from GPs and external experts

1. Компании, выкупленные крупными опытными ФПИ на британском рынке, показали бóльшую эффективность в сравнении со средними показателями публичных сопоставимых компаний в соответствующих секторах по показателю альфа с учетом разницы в отраслевом риске и доли заемных средств
2. Бóлее высокая эффективность коррелирует с более высокими показателями операционной деятельности в сравнении с сопоставимыми компаниями; повышение рентабельности, похоже, является рецептом повышения показателя альфа
3. При инвестициях крупных опытных ФПИ в Великобритании обычно число сотрудников возрастает, но в меньшей степени чем в публичных сопоставимых компаниях
4. Инвестиции с коэффициентом альфа связаны с заменой руководства новой командой, нацеленной на повышение нормы рентабельности и прибыльности на одного сотрудника и обеспечением поддержки высшему руководству со стороны полных партнеров и внешних экспертов