

## Некоторые уроки слияний и поглощений в пищевой отрасли

Самойленко В. В., к. ф.-м. н.  
Samoylenko V. V.

**Аннотация:** В статье предложено авторское видение основных уроков интеграции предприятий хлебопекарной отрасли в холдинговые структуры. Неорганический рост бизнеса не всегда приводит к долгосрочному устойчивому развитию интегрированных компаний. Большое значение на этом пути имеют мотивы, цели, стратегия, план и собственно процесс объединения. Именно с этих позиций изучение уроков слияний и поглощений компаний пищевой отрасли может существенно сократить множество неэффективных решений в процессе интеграции.

**Ключевые слова:** интеграция, агрохолдинг, слияния, стратегия, риски.

### THE PRACTICE OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE BAKING INDUSTRY

**Abstract:** the article offers author's vision of the main lessons of integration of baking industry enterprises to holding structure. Merger-driven growth of the business doesn't always lead to long-term sustainable development of integrated companies. Incentives, goals, strategy, plan and the actual process of unification influence the growth process significantly. From this standpoint, the study of mergers and acquisitions of companies in the food industry can significantly reduce the number of ineffective solutions in the integration process.

**Keywords:** integration, agro-holding, mergers, strategy, risks.

Движение капитала предполагает наличие процесса слияний и поглощений (M&A – mergers and acquisitions), результатом которого является рост эффективности капитала [1-5]. Первоочередные надежды интегрированных компаний (холдингов) связаны с возможностью достижения в результате объединительных процедур эффектов синергии и масштаба.

По данным Mergers & Acquisitions Journal, 61% всех слияний и поглощений компаний не окупает вложенных в них средств [6, 7]. А исследование 300 слияний, произошедших за 10 лет, проведенное компанией PricewaterhouseCoopers (PwC), показало, что 57% компаний, образовавшихся в результате слияния или поглощения, отстают по показателям своего развития от других аналогичных представителей данного рынка и вынуждены вновь разделяться на самостоятельные корпоративные единицы [7].

Приведенные выше сведения отражают общие мировые тенденции в сфере слияний и поглощений, вместе с тем всегда присутствуют специфические моменты, связанные со страновым фактором, а также отраслевыми и историческими особенностями интеграции компаний. Именно с этих точек зрения полезно обратить внимание на опыт объединения российских компаний пищевой отрасли в холдинги и зафиксировать некоторые отличительные черты, которые могут оказаться полезными в дальнейшем.

### Общий анализ результатов холдингообразования

Предметом внимания настоящей статьи будут агрохолдинги или группы компаний<sup>1</sup>, как многие из них себя именуют, спектр хозяйственной деятельности которых в обязательном порядке включает хлебопекарное производство (хлебокомбинаты, хлебозаводы). Согласно такому критерию, в поле нашего зрения попали 13 агрохолдингов, сформированных за последние 20 лет [8-21]. Большинство из них более-менее успешно функционируют и развиваются. Только три группы компаний – ГК «Сибирский аграрный холдинг» /САХО/, ГК «Росинтерагросервис» /РИАС/ и ГК «Линкор» к настоящему моменту времени обанкротились. Исследование материалов и результатов деятельности 13 агрохолдингов (групп компаний) выявило следующие важные характеристики (см. рис. 1).

<sup>1</sup> В дальнейшем будет использоваться аббревиатура ГК.

Компании	Произв. зерна	Хран/перераб. зерна	Муком. произв.	Хлебоп. произв.	Другие направл.	Кол-во предпр-й Хлеб.див.	Регионы располож. активов	Период создания холдинга	Доля выручки Хлеб.див.
АПК «Стойленская нива»		● →				14	8	12 лет	50%
«Грейн-холдинг»		● →				5	4	6 лет	43%
ГК «Сибирский аграрный холдинг»	● →				соки/химия	14	5	н/д	-
ГК «Росинтерагросервис»		● →				4	1	3 года	-
«Группа компаний «Линкор»		← ●				10	3	2 года	-
«Фацер»					HoReCa	3	2	5 лет	60%
«Группа компаний «Черемушки»					строит-во	2	1	> 2 лет	45%
«Группа компаний «Дарница»					аренда им.	3	1	3 года	100%
«Удмуртская хлебная компания»					кондит.	4	1	7 лет	95%
ГК «Каравай», СПб						5	1	13 лет	99%
«Холдинг. компания "Петрохлеб»					опт.тор.сах	8	1	н/д	75%
«Сормовский хлеб»						2	1	> 2 лет	100%
«Тольяттихлеб»						4	1	н/д	100%

**Рис. 1. Общее представление о холдинговых структурах в хлебопекарной отрасли**

#### Тип интеграции

- Основная часть агрохолдингов в РФ формировалась по классической горизонтальной схеме M&A, когда к компании-интегратору (хлебозаводу или хлебокомбинату) присоединялись вновь приобретенные активы – такие же хлебопекарные предприятия, расположенные в этом же или другом регионе (городе, области, крае). По такой схеме создавались ГК «Черемушки», «Дарница», «Тольяттихлеб», «Петрохлеб», «Каравай» и другие;
- Другая (меньшая) часть агрохолдингов строилась вертикально – вдоль цепочки переработки продукции (кружками и стрелками на рис. 1 показано начальное положение и направление развития холдингов). Сюда относятся АПК «Стойленская нива», «Грейн-холдинг», «Росинтерагросервис» и пр. Единственное исключение, когда группа формировалась от хлебопекарного производства назад к переработке зерна, наблюдалось в случае группы компаний «Линкор». В трех случаях из пяти (см. рис. 1) инициаторами вертикального развития выступили компании-зернотрейдеры, и только «Воскресенскхлеб» (в будущем ГК «Линкор») наряду с горизонтальной интеграцией в Московской, Саратовской и Пензенской областях начал движение вниз к переработке зерна, приобретая в 2006 г. компании ОАО «Саратовмука» и ОАО «Пензенский комбинат хлебопродуктов»;
- Интеграция «назад» (к производству зерна) агрохолдингами не приветствуется, скорее всего, по причине больших рисков и особенностей его производства, а также доступностью и качеством земельных угодий;

#### Диверсификация

- Общих трендов диверсификации основных видов бизнеса в агрохолдингах не обнаружено. Каждый агрохолдинг в зависимости от своих специфических особенностей пытается использовать какое-то собственное направление или каким-то наиболее прибыльным способом использовать имеющиеся у него активы;
- Ряд агрохолдингов в силу определенных причин диверсифицировали свою деятельность. Так, например, «Петрохлеб» занимается оптовой торговлей сахаром, чем, очевидно, покрывает существенную долю затрат на содержание управляющей компании, а группы «Дарница» и «Черемушки» используют не задействованные в производственном цикле активы (помещения и земли бывших хлебозаводов) в коммерчески выгодных проектах (таких, как аренда и девелопмент).

«Фацер» целенаправленно (стратегически) развивает направление Fazer Food Services как потенциально прибыльный корпоративный сегмент бизнеса;

- Ряд агрохолдингов, приобретая сомнительные<sup>2</sup> активы, которые к настоящему времени не задействованы в основном производстве, не определились с планами, каким образом их использовать с экономической выгодой для себя;

#### Глубина интеграции

- С точки зрения глубины интеграции практически все попавшие в зону нашего внимания агрохолдинги имеют характерные черты нулевой интеграции или, в крайнем случае, частичной. Во-первых, компании внутри одного агрохолдинга сохраняют собственную аутентичность и возможность функционировать, а во-вторых, компании остаются независимыми на рынке (хотя бы с некоторой долей формальности) [1-5, 22];
- Глубина интеграции агрохолдингов значительно отличается от глубины интеграции в процессе M&A в других отраслях, когда происходит полное поглощение компаний-целей, ликвидация юридических лиц, переоформление активов на новую (объединенную) компанию, оставление на рынке только части старых брендов и пр.

#### Система управления

- *Структура:* далеко не все агрохолдинги создают в своей структуре управляющие компании, которые обычно наделяются основными управленческими функциями (стратегия, финансы, инвестиции, маркетинг и пр.). На практике агрохолдинги зачастую сосредоточивают функции управляющей компании внутри своего головного предприятия, как это реализовано у ГК «Черемушки» в рамках ОАО «КБК «Черемушки», у ГК «Каравай» в ОАО «Каравай» и т.д. По всей видимости, такой шаг можно считать целесообразным в условиях экономии затрат на содержание управленческих структур, малой глубины интеграции компаний внутри агрохолдинга и относительно низкой эффективности менеджмента;
- *Стратегия:* из 13 рассмотренных агрохолдингов наиболее обоснованная и внятная стратегия наличествует у «Фацер». В данном случае все логично: слияние с ОАО «Хлебный дом» (выход на рынок РФ) – неорганический рост (покупка хлебозаводов, булочно-кондитерского комбината и мукомольного производства в Финляндии) – замещение бизнесов с падающими объемами более привлекательными. Если же попытаться понять стратегию АПК «Стойленская нива», то трудно придумать стройную систему соображений, согласно которой следует приобретать хлебопекарные активы (не самой привлекательной мощности и рентабельности) с плечом 500 – 800 км в Ивановской, Нижегородской, Смоленской, Пензенской и пр. областях. Возможно, такое несколько хаотичное поведение АПК «Стойленская нива» по приобретению хлебопекарных предприятий определялось не стратегическими планами, а просто открывшимися возможностями приобретения некоторых активов по низким ценам<sup>3</sup>;
- *Управление рисками:* нетрудно видеть, что система управления рисками поставлена во многих агрохолдингах не лучшим образом. Если взглянуть на примеры ГК САХО, РИАС и «Линкор», то может сложиться впечатление, что рисками в этих группах компаний никто на профессиональном уровне либо не занимался, либо руководство полностью игнорировало рекомендации системы управления рисками. В любом случае последствия неуправления рисками оказались для данных агрохолдингов катастрофическими. Правдоподобная гипотеза, на наш взгляд, состоит в том, что если отдельно взятое предприятие (хлебозавод, комбинат хлебопродуктов, элеватор, мукомольный завод и др.) остро не нуждается в специальном функционале по управлению рисками, то уже ГК (агрохолдинг) обязана располагать данным функционалом, дабы заранее предвидеть наиболее вероятные негативные факторы и снизить их влияние на свою деятельность;

#### Мотивы интеграции (M&A)

---

<sup>2</sup> С точки зрения необходимости и соответствия стратегическим целям ГК.

<sup>3</sup> Своего рода стратегия по Минцбергу.

- В большинстве российских агрохолдингов собственники являются одновременно и топ-менеджерами компаний, поэтому в качестве мотивационных причин слияний и поглощений в условиях России можно наблюдать смешение различных теорий (теории синергии, теории агентских издержек, теории гордыни) [22];
- Если теории агентских издержек и гордыни базируются на личных мотивах менеджмента / акционеров, то теория синергии предполагает, что интеграция ресурсов объединяемых компаний породит синергетический эффект, который в свою очередь обеспечит рост стоимости интегрированной компании. Оценка синергетического эффекта применительно к агрохолдингам является не самой простой задачей. В крупную клетку для холдингов, состоящих преимущественно из хлебозаводов, расположенных в 100–200 км друг от друга, можно достичь синергии, например в логистике, особенно в части встречных потоков продукции от разных производителей. Здесь можно реально сократить расходы ГК. А если хлебозаводы разбросаны по неограниченным областям, есть ли в этом случае возможность получения синергии? Еще интереснее обстоит дело с поиском потенциальных синергетических зон в вертикально интегрированных агрохолдингах. Следует учитывать также и утверждение, что нулевая интеграция зачастую вообще не подразумевает под собой достижение синергетического эффекта [22];
- Доказательством смешения теорий является как факт роста стоимости консолидированной (интегрированной) компании, что характерно для теории синергии, так и факты снижения стоимости ГК, что соответствует, как правило, теориям агентских издержек и гордыни;
- К числу вероятных мотивов поглощения на пищевом рынке РФ отнесем также:
  - желание акционеров минимизировать риски за счет удлинения цепочки бизнесов;
  - придать объединенной компании импульсы роста;
  - деинвестиции, т.е. стремление акционеров (и топ-менеджмента в одном лице) компании-цели выйти из осуществленных инвестиций;
  - возможность покупки предприятия по «бросовой» цене.

#### Особенности интеграции

- Для агрохолдингов применима формула «быстро и много – крах». Это означает, что когда интегрируется слишком большое количество предприятий пищевой направленности, да еще в разных регионах и в условиях спрессованного времени, то ничего хорошего в этом случае ждать не стоит. Как показывает практика, так было с ГК «Линкор», так было с САХО и другими агрохолдингами. Дополнительными катализаторами краха были, как сказано выше, слабый менеджмент и отсутствие системы управления рисками;
- Особняком (см. рис. 1) стоят действующие до сих пор агрохолдинги АПК «Стойленская нива» и «Грейн-холдинг», в структуре которых работают хлебозаводы в нескольких регионах. Однако у этих групп компаний процесс интеграции шел долго и поэтапно. И даже эти два фактора не смогли обеспечить устойчивое, беспроblemное существование данных групп;
- Просматривается территориальная концентрированность холдингостроения – 12 из 13 рассмотренных агрохолдингов (исключение – ГК САХО) функционируют в европейской части страны. Что явилось решающим правилом – удаленность уральских, сибирских и дальневосточных предприятий от источников сырья, дорогая логистика, неудачное расположение элеваторов, отсутствие целесообразности интеграции – сказать трудно. Но факт остается фактом, обнаружить агрохолдинги (ГК)<sup>4</sup> к востоку от Урала не удалось;
- В вертикально интегрированном агрохолдинге объединены бизнесы с различной доходностью и разной рыночной спецификой (бизнес по переработке зерна, например, может включать экспортную

---

<sup>4</sup> Имеющие в своем периметре управления хлебокомбинаты/хлебозаводы.

составляющую, в то время как хлебопечение и реализация хлебобулочных изделий<sup>5</sup> «привязано» исключительно к конкретному региону). Тем не менее объединение в рамках единой структуры высокодоходного бизнеса с низкодоходным еще не означает автоматического возрастания общей доходности.

### Динамика развития агрохолдингов

Зафиксировав в первой части статьи ряд отличительных черт формирования холдинговых структур в пищевой отрасли, имеет смысл кратко посмотреть на общую динамику их функционирования. С этой целью выбран наиболее близкий к настоящему времени период 2011–2014 гг. Следует оговориться, что для большинства агрохолдингов характерна политика непрозрачности, в рамках которой они крайне неохотно, несвоевременно и весьма скупо делятся с внешней средой собственной официальной информацией, в том числе в виде годовых отчетов и бухгалтерских балансов. Что же касается корпоративной, консолидированной информации по ГК, то ее можно наблюдать (без детализации по структурным подразделениям) только у «Фацер».

Ниже очень кратко попытаемся понять масштабы бизнеса агрохолдингов, темпы их роста и способность генерировать прибыль. Основные результаты поиска, обработки и структурирования финансово-экономической информации по ГК приведены на рис. 2 – 6.

Из рис. 2 видно, что каждой группе компаний присуща своя специфическая динамика. Есть ряд компаний, которые демонстрируют поступательный рост<sup>6</sup> (см., например, «Сормово»). К ним можно отнести «Фацер», АПК «Стойленскую ниву», ГК «Каравай» (СПб), «Грей-холдинг», ГК «Дарницу» и, пожалуй, «Тольяттихлеб». В несколько стагнирующем режиме находятся ГК «Черемушки», «Удмуртская хлебная компания» и «Петрохлеб». Заметим также, что ГК «Дарница» была сформирована только летом 2011 г., а «Сормовский хлеб»<sup>7</sup> лишь в 2014 г. формально объединил два хлебокомбината, выкупив 70% акций соседнего ПАО «Дзержинскхлеб».

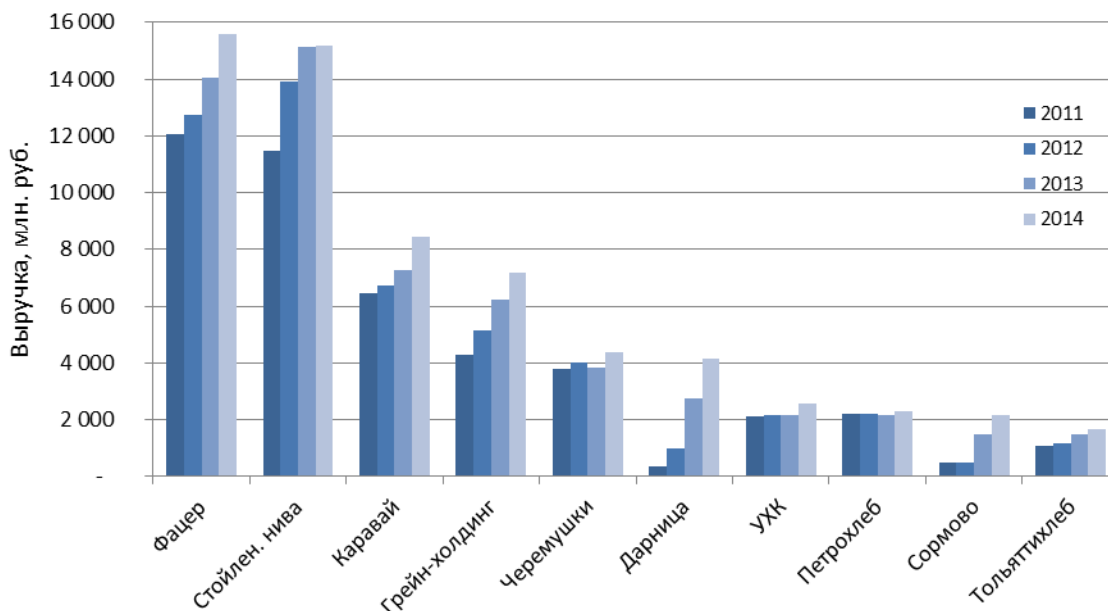


Рис. 2. Динамика выручки агрохолдингов в 2011–2014 годах

<sup>5</sup> Кроме долгосрочной продукции (снежки, сухари, печенье и пр.), которая составляет, как правило, не более 2–17% в выручке хлебокомбината и большая часть которой реализуется также на региональном рынке.

<sup>6</sup> Следует понимать, что рост происходил в том числе и за счет присоединения к агрохолдингу новых компаний.

<sup>7</sup> Надо полагать, что это наименование неофициальное, поскольку данный хлебокомбинат в Нижнем Новгороде, согласно его официальному сайту, имеет название ОАО «Хлеб» [11].

Нетрудно видеть, что по объему выручки два явных лидера («Фацер» и АПК «Стойленская нива») почти вдвое превосходят ближайших конкурентов. И все равно хлебные (если можно так сказать) агрохолдинги остаются игроками локальных (региональных) рынков, особенно в части хлебобулочных изделий. Любопытно, что из всех рассмотренных ГК только «Фацер» представлен в рейтинге 600 крупнейших компаний России по объему реализации продукции РА «Эксперт», где он занимает 581-е место с показателем по объему выручки за 2014 г. 15 604 млн руб. [23]. И в этом же рейтинге есть представители крупных торговых розничных сетей («Магнит» с оборотом в 2014 г. 763 млрд руб., X5 Retail Group – 634 млрд руб., «Дикси» – 229 млрд руб., «Лента» – 194 млрд руб. и др.). Даже грубое сравнение агрохолдингов с сетями недвусмысленно говорит о разной рыночной силе, в данном случае между производителями пищевых продуктов и розничными торговыми сетями.

Если же обратиться к обзору динамики агрохолдингов по хлебобулочным изделиям, то картина изменится, как показано на рис. 3. Во-первых, резко уменьшается амплитуда по выручке, а во-вторых, на ведущие роли по производству хлебной продукции выходит ГК «Каравай», который по общему обороту бизнеса уступал «Фацер» и АПК «Стойленская нива» почти в 2 раза. «Грейн-холдинг» и особенно «Черемушки» опускаются на уровень менее масштабных агрохолдингов и уже значительно уступают ГК «Дарница».

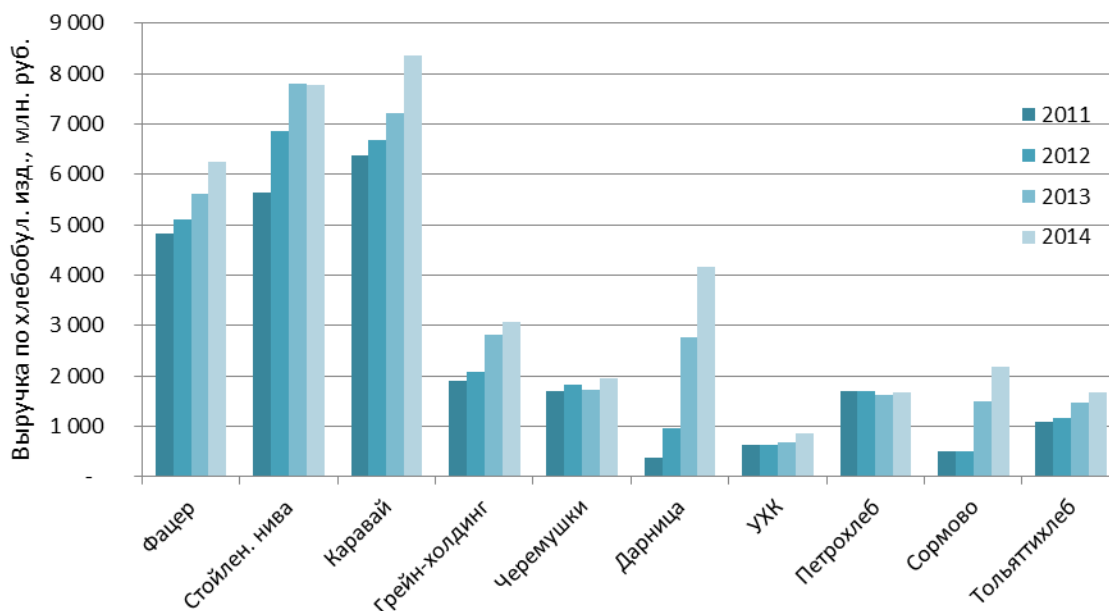
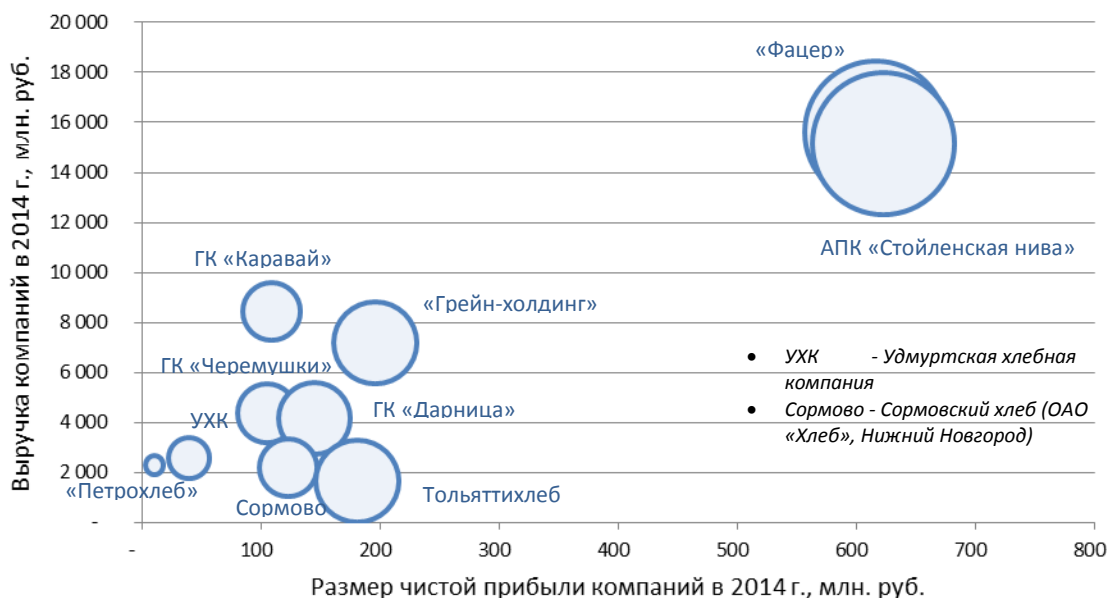


Рис. 3. Динамика выручки агрохолдингов в 2011–2014 годах (хлебобулочная продукция)

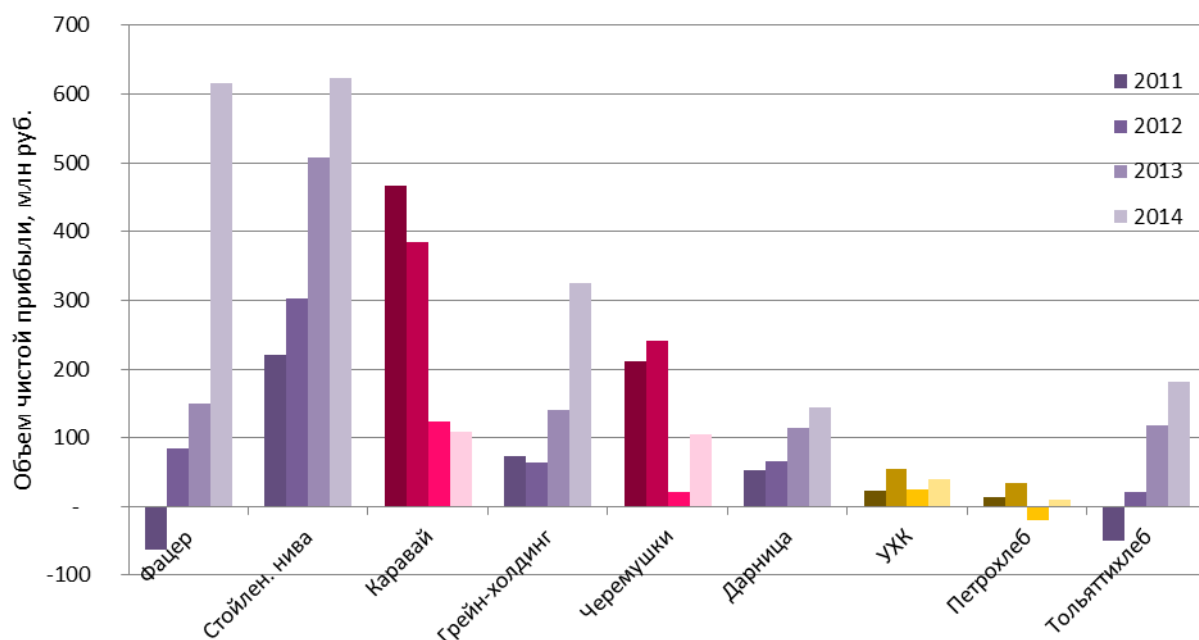
Масштабы бизнеса агрохолдингов наглядно сопоставлены на рис. 4, на котором в координатах «выручка – размер прибыли» показаны позиции агрохолдингов по результатам 2014 года. Статичная картинка фиксирует, что лидерами по обороту и размеру прибыли



**Рис. 4. Представление о масштабах бизнеса агрохолдингов по итогам 2014 года**

являются «Фациер» и АПК «Стойленская нива». Остальные 10 групп компаний сосредоточились по диагонали от лидеров (слева и ниже).

Полезно было бы сравнить динамику агрохолдингов по EBITDA как предприятий одной отрасли, но с различной структурой капитала, однако отсутствие достаточной для этой цели информации по рассматриваемым холдингам такую возможность исключает. По этой причине вместо EBITDA обратимся к чистой прибыли агрохолдингов<sup>8</sup> и ее изменению по годам (рис. 5).



**Рис. 5. Изменение объема чистой прибыли агрохолдингов в 2011–2014 годах**

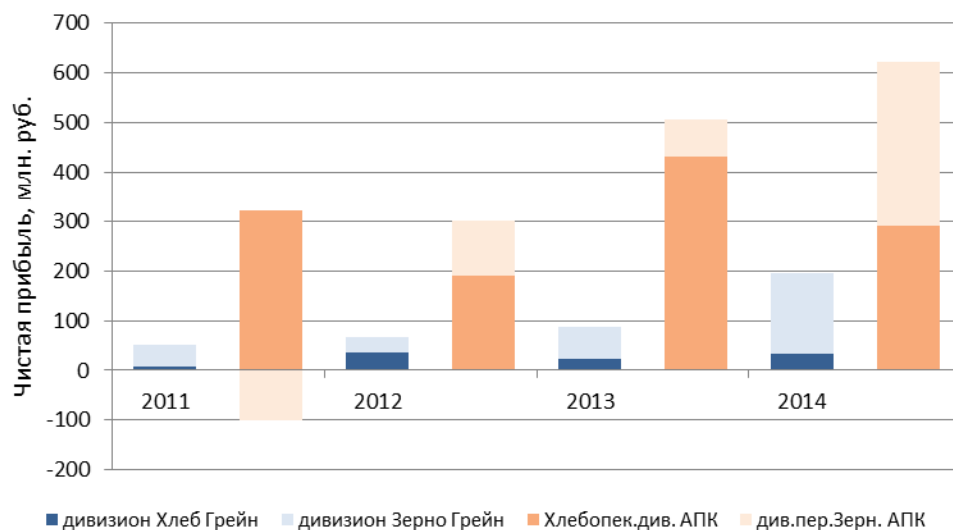
В соответствии с наблюдаемой динамикой чистой прибыли выделим три класса ГК:

<sup>8</sup> В исследовании, связанном с прибылью, не рассматривался «Сормовский хлеб», так как его интеграция с «Дзержинскхлеб» формально произошла только в 2014 г.



- показывающие в целом поступательный рост чистой прибыли (показаны на рис. 5 фиолетовыми тонами) – к ним относятся «Фацер», АПК «Стойленская нива», «Грейн-холдинг», «Дарница» и «Тольяттихлеб»;
- демонстрирующие в основном падающую тенденцию (вишнево-лиловые тона на рис. 5) – ГК «Каравай» и «Черемушки»;
- стационарно-колеблющиеся (коричнево-желтая гамма) – «Удмуртская хлебная компания» и «Петрохлеб».

Нетрудно обнаружить, что в первой группе представлены 3 ГК с вертикальной интеграцией и 2 ГК с горизонтальной интеграцией, включающие только хлебопекарные мощности. В остальных группах (с падающей и стабильно невысокой прибылью) присутствуют ГК только с горизонтальной интеграцией. Таким образом, получается, что вертикальная интеграция добавляет рентабельности агрохолдингу и стабилизирует рост совокупной прибыли, если не на основе синергии, то хотя бы алгебраически (рис. 6).



**Рис. 6. Структура чистой прибыли «Грейн-холдинга» и АПК «Стойленская нива» в разрезе дивизионов (2011–2014 гг.)**

#### Финансовое состояние агрохолдингов (долговая нагрузка)

Процесс создания холдингов (в том числе и агро-) нуждается, как правило, во внешних источниках финансирования сделок M&A. Поэтому любое приобретение активов автоматически увеличивает долговую нагрузку компании-инициатора и холдинга в целом, причем иногда существенно. Дальнейшее изменение объема долговой нагрузки в процессе функционирования холдингов влияет как на эффективность операционной деятельности холдинга, так и на величину его стоимости (капитализацию).

Долговая нагрузка агрохолдингов зависит от нескольких факторов (не принимая в расчет предысторию), в том числе:

1. Качество проведения процедуры due diligence в отношении приобретаемого актива;
2. Продуманность, уровень контроля и реалистичность плана интеграции, включая вовлечение в данный процесс менеджмента приобретаемого актива;
3. Обоснованность планов и программ по покупке активов, которая выражается в качестве расчета денежных потоков, в уровне организации контроля и качестве реализации инвестпроектов, в глубине проработки основных рисков и управления ими и, в конечном итоге, в ясном понимании сроков окупаемости приобретений;

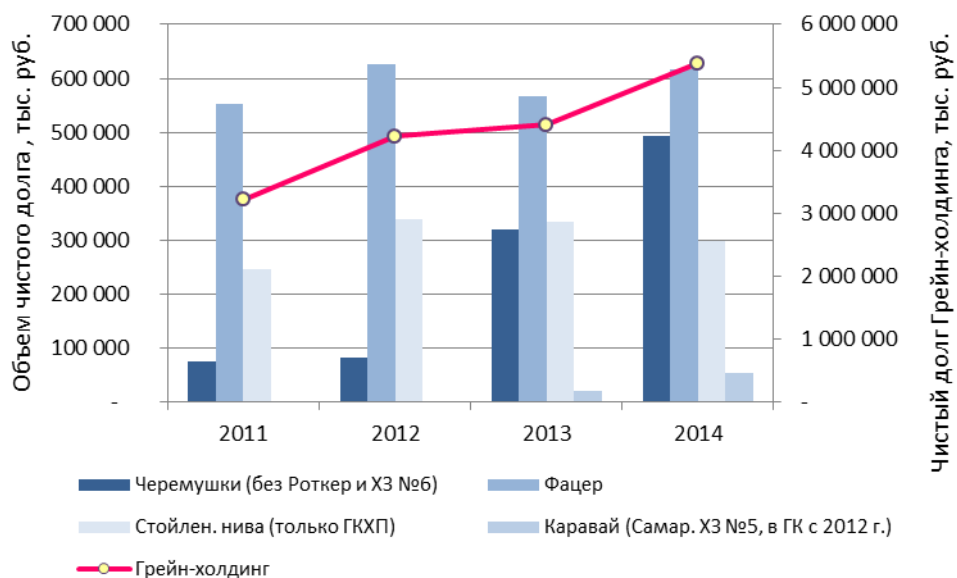


4. Концепция кредитно-финансовой политики, которую будет исповедовать агрохолдинг, включая и финансирование инвестиционных планов по созданию/модернизации основных производственных мощностей своих предприятий.

Более-менее правдоподобно оценить действие факторов 1–3 могут сами агрохолдинги, поскольку только они располагают подобной конфиденциальной информацией. А вот попытаться исследовать хотя бы в общих чертах действие фактора 4 вполне вероятно, основываясь на результатах финансово-хозяйственной деятельности предприятий агрохолдинга.

Рассчитать долговую нагрузку по всем рассмотренным ГК и визуализировать результаты не представилось возможным в силу закрытости отчетной информации по ряду агрохолдингов. Поэтому вместо полной картины по долговой нагрузке ГК был получен редуцированный вариант, включающий показатели только пяти ГК, да и то с рядом условностей<sup>9</sup>. Данные достаточной полноты получены/рассчитаны только по «Фацер» и «Грейн-холдинг» (рис. 7).

Как видно из рис. 7, компании исповедуют разные подходы к кредитно-финансовой политике. Так, например, ОАО «Каравай» на протяжении 2011–2014 гг. практически не кредитовался в финансовых институтах, аналогичную политику вело и ОАО «Петрохлеб».



**Рис. 6. Динамика долговой нагрузки некоторых агрохолдингов**

Другие же группы компаний достаточно активно привлекали заемные средства, как долгосрочные, так и краткосрочные, финансируя инвестиционные, лизинговые программы и пополняя оборотные активы. При этом если «Фацер» сумел удержать на протяжении 4 лет уровень задолженности в районе 600 млн руб., то ГК «Черемушки» и «Грейн-холдинг» постепенно увеличивали объем кредитных ресурсов.

По всей видимости, одна из самых значительных долговых нагрузок лежит на ГК «Грейн-холдинг». Объем совокупного чистого долга, по данным бухгалтерской отчетности компаний этого агрохолдинга на конец 2014 года, составляет более 5,3 млрд руб.

В результате проводимой ГК «Грейн-холдинг» политики финансовый рычаг (отношение заемного капитала к собственному<sup>10</sup>) по отдельным предприятиям существенно превышает 1: для ОАО «Рязаньхлеб» он равен

<sup>9</sup> Например, по АПК «Стойленская нива» нашлась информация только по одному из 5 предприятий Зернового дивизиона — ОАО «Городищенский комбинат хлебопродуктов» (ГКХП). Открытой информации по Хлебопекарному дивизиону (14 хлебозаводов) найти не удалось.

<sup>10</sup> Total debt to equity, TD/EQ.

2,8 в 2014 г., а для ОАО «Рязаньзернопродукт» в 2014 г. и того больше – 5,02, что недвусмысленно указывает на состояние, близкое к предбанкротному.

С точки зрения целей заимствования интересно посмотреть на взаимосвязь (корреляцию) чистого долга предприятия, входящего в ГК, и объема его основных средств (ОС). Так, например, по компаниям, входящим в «Грейн-холдинг», имеет место следующая ситуация. В случае с ОАО «Рязаньзернопродукт» коэффициент линейной корреляции «чистый долг – ОС» составляет 0,96, для ОАО «Рязаньхлеб» и вовсе 0,99, а вот в отношении ОАО «Подольский хлебокомбинат» коэффициент корреляции всего 0,17, что может указывать на то, что заимствования были направлены на пополнение оборотного капитала или на иные цели, отличные от капитального строительства и техперевооружения.

В силу разных причин<sup>11</sup> агрохолдинги пытались привлекать финансовые ресурсы с фондового рынка. В частности, группа «Черемушки» в 2005 г. разместила на рынке вексельный заем на 100 млн руб. на срок 9 месяцев с доходностью 13% годовых. А в 2006 г. та же группа «Черемушки» [24], как и «Грейн-холдинг» в 2007 г. [25] и ГК «Линкор» в 2008 г. [20], предприняли попытку разместить облигационные займы на 700 млн руб., 500 млн руб. и 1 млрд руб., соответственно. Если ГК «Черемушки» с трудом, но удалось разместить свой заем и на часть заимствованных средств приобрести ОАО «Пекарь» (СПб), то у ГК «Линкор» выпуск был признан несостоявшимся. Основной причиной недоверия инвесторов (кредиторов), вероятнее всего, послужили высокие риски, связанные с ценными бумагами эмитентов–предприятий пищевого производства, относящихся к «третьему эшелону».

### **Заключительные положения**

Исследование практики слияний и поглощений в пищевой отрасли на примере 13 российских хлебных агрохолдингов и анализ результатов их деятельности за 2011–2014 гг. дают основание сформулировать следующие главные уроки:

- основными мотивами слияний и поглощений на пищевом рынке были, скорее всего, проявления теории агентских издержек и гордыни, т.е. личные мотивы собственников, подкрепленные возможностями покупки предприятий по невысокой стоимости;
- вне зависимости от типа интеграции и направлений диверсификации подавляющее большинство ГК построены с нулевой глубиной интеграции, что означает скорее сумму результатов деятельности компаний холдинга, нежели получение некоторого синергетического эффекта от интеграции активов;
- невысокая квалификация менеджмента агрохолдингов, слабо проработанные стратегии (или их отсутствие) и пренебрежение управлением рисками явились одними из основных причин банкротства групп компаний САХО, РИАС и «Линкор»;
- ключевым фактором успеха было поэтапное формирование агрохолдингов – как только процесс строительства начинал следовать принципу «быстро и много» (слишком большие амбиции по количеству поглощаемых предприятий, да еще в разных регионах, и за слишком малое время, отводимое на осуществление этих планов), то вместо успеха зачастую следовало банкротство;
- в отличие от западного опыта слияний и поглощений, влияние на успешность интеграции корпоративных культур объединяемых активов и качество процесса объединения минимально, очевидно, в силу неглубокой интеграции;
- в целом, результаты хозяйственной деятельности агрохолдингов с вертикальной интеграцией более устойчивы с точки зрения стабильности и темпов роста корпоративной прибыли, в отличие от результатов агрохолдингов, построенных на основе горизонтальной интеграции.

---

<sup>11</sup> В том числе и на покупку активов, как говорилось выше.

**Список литературы**

1. Томпсон-мл. А.А., Стрикленд III А.Дж. Стратегический менеджмент: концепции и ситуации для анализа. 12-е издание: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2002. – 928 с.
2. Ламбен Ж.-Ж. Менеджмент, ориентированный на рынок / Перев. с англ. Под ред. В.Б. Колчанова – СПб.: Питер, 2005. – 800 с.
3. Зайнуллина М.Р. Слияния и поглощения. Конспект лекций. / Казанский федеральный университет. – Казань, 2013. – 176 с.
4. Рынок слияний и поглощений в России в 2012 году / КПМГ, февраль 2013. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S\\_MA\\_2r%202013.pdf](http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S_MA_2r%202013.pdf) (дата обращения 12.04.2016).
5. Слияния и поглощения в России в 2005 году: состояние и основные тенденции / БДО Юникон, апрель 2006. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.bdo.ru/media/press/journal/слияние\\_и\\_поглощения\\_2006.pdf](http://www.bdo.ru/media/press/journal/слияние_и_поглощения_2006.pdf) (дата обращения 12.04.2016).
6. Smolens R.W. Jr. Mergers and Acquisitions, 2002 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.dialogin.com/fileadmin/Files/User\\_uploads/M\\_A\\_intcult\\_compt.pdf](http://www.dialogin.com/fileadmin/Files/User_uploads/M_A_intcult_compt.pdf) (дата обращения 12.04.2016).
7. Ловчиновский П.А. Анализ опыта процессов слияний и поглощений в России и странах с переходной экономикой. Финансовый менеджмент № 1 2005 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.finman.ru/articles/2005/1/3531.html> (дата обращения 14.04.2016).
8. Официальный сайт «Фацер» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.fazer.ru> (дата обращения 12.04.2016).
9. Официальный сайт Группа компаний «Грейн-Холдинг» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.grainholding.ru> (дата обращения 12.04.2016).
10. Официальный сайт ОАО «Тольяттихлеб» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://thleb.ru/> (дата обращения 12.04.2016).
11. Официальный сайт ОАО «Сормовский хлеб» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.sormovo-hleb.ru> (дата обращения 12.04.2016).
12. Официальный сайт АПК «Стойленская нива» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.stniva.ru> (дата обращения 12.04.2016).
13. Официальный сайт ООО «Удмуртская Хлебная Компания» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.udmhc.ru> (дата обращения 23.05.2016).
14. Официальный сайт ООО «Группа компаний «Дарница» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.darnitsa.ru> (дата обращения 23.05.2016).
15. Официальный сайт ОАО «Каравай» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.karavay.spb.ru> (дата обращения 23.05.2016).
16. Официальный сайт ОАО «Холдинговая компания «Петрохлеб» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://petrokhleb-ivk.ru> (дата обращения 23.05.2016).
17. Официальный сайт ОАО «КБК «Черемушки» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.slasti.ru> (дата обращения 23.05.2016).
18. Сибирский аграрный холдинг [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://nsk.dk.ru/wiki/sibirskiy-agrarnyy-kholding> (дата обращения 12.04.2016).
19. «Росинтерагросервис» занял хлебное место [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/1309842> (дата обращения 14.04.2016).
20. Группа компаний «Линкор» (Инвестиционный меморандум) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://st.finam.ru/ipo/memorandum/2902\\_LINKOR\\_memo.pdf](http://st.finam.ru/ipo/memorandum/2902_LINKOR_memo.pdf) (дата обращения 23.05.2016).
21. Рейтинг продуктового ритейла в Нижнем Новгороде [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://nn.dk.ru/wiki/rejting-produktovogo-riteyla> (дата обращения 12.04.2016).
22. Родионов И.И., Братковский А.С. Интеграция как важный элемент прироста стоимости объединенной компании в сделках слияния и поглощения. Корпоративные Финансы, Выпуск № 3(27), 2013. С. 90-98.
23. Рейтинг крупнейших компаний России по объему реализации продукции [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://raexpert.ru/rankingtable/top\\_companies/2015/main/](http://raexpert.ru/rankingtable/top_companies/2015/main/) (дата обращения 17.05.2016).
24. Кредитный обзор Группа компаний «Черемушки» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://data.cbonds.info/comments/2006/15497/%CE%E1%EB%E8%E3%E0%F6%E8%E8\\_%D7%E5%F0%E5%EC%F3%F8%EA%E8\\_%D0%C1%D0\\_PDF.pdf](http://data.cbonds.info/comments/2006/15497/%CE%E1%EB%E8%E3%E0%F6%E8%E8_%D7%E5%F0%E5%EC%F3%F8%EA%E8_%D0%C1%D0_PDF.pdf) (дата обращения 23.05.2016).
25. Информационный меморандум ОАО «Подольскхлеб» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://st.finam.ru/ipo/memorandum/2773\\_podhlebl\\_memo\\_L.pdf](http://st.finam.ru/ipo/memorandum/2773_podhlebl_memo_L.pdf) (дата обращения 23.05.2016).