

## **ДІЯЛЬНІСТЬ БАНКІВ НА РИНКУ M&A ЧЕРЕЗ УГОДИ LBO**

**Постановка проблеми.** Еволюція та глобалізація сучасного бізнесу підштовхує вітчизняні підприємства до консолідації. Основним інструментом стратегії зростання компаній стають операції по злиттю і поглинанню (*M&A*). Одним із нових та практичних способів фінансування таких операцій в Україні можуть стати угоди *LBO* (*leveraged buy-out*). Для банку в умовах жорсткої конкуренції за корпоративного клієнта кредитування угод викупу паїв та часток (*LBO*) розширює спектр його інвестиційних продуктів. Вітчизняний ринок *LBO* – нова ринкова ніша інвестиційного обслуговування банками України суб'єктів реального сектора економіки. Однак її активний розвиток неможливий без дотримання прозорих корпоративних засад господарювання, посилення конкурентних позицій вітчизняних банків перед іноземними фінансово-кредитними установами, розвитку фондового та інших сегментів фінансового ринку України.

**Аналіз останніх публікацій.** Висвітлення комплексних питань корпоративного злиття та поглинання (в тому числі з участю банківських установ) посідає чільне місце в роботах закордонних авторів. Проблемі визначення сутності та опису технологій консолідації бізнесу приділяється увага у працях А. Берлі, Дж. Мінза, Дж. Моріса, С. Гросмана і О. Харта, Р. Сміта, І. Уолтера [7-11] та інших. Одними із перших сучасних науковців, чия увага була приділена механізму корпоративної експансії з використанням *LBO*, стали американські економісти Дж. Бейкер та Дж. Сміт. Саме вони у своїй науковій праці [6] провели дослідження передумов появи та технології продажів компаній із дисконтом і за рахунок кредитних ресурсів в умовах хвилі конгломератних злиттів в США на початку 70-х років ХХ століття, а також розглянули історичні аспекти становлення даного механізму фінансування угод.

Викупи шляхом боргового фінансування стали характерною ознакою світового ринку акцій та облігацій в 2006 р., водночас учасники російського ринку одними із перших на пострадянському просторі почали втілювати схеми *LBO*, що стало предметом наукових досліджень російських науковців, зокрема Р. Кирилова [4] та Л. П'ятницької [5].

**Мета статті** – вивчення зарубіжного досвіду, визначення правових і економічних передумов, окремих технологічних складових та перспектив розвитку інструмента *LBO* для банків України.

**Виклад основного матеріалу.** Leveraged buy-out (*LBO*, прокредитований викуп, левериджований викуп) – інструмент фінансування, який передбачає придбання контрольного пакета акцій (часток) компанії за рахунок позикових коштів (в першу чергу банківських кредитів). Становлення ринку було започатковано в США у другій половині ХХ століття. До 80-х років ХХ ст. *LBO* були відомі як “bootstrap acquisition” – поступальне придбання компаній протягом певного періоду після викупу невеликого пакета акцій із подальшим використанням його як боргової застави з метою нарощування обсягів власної частки за рахунок кредитних засобів. Геометрично подальший розвиток можна описати за допомогою гребеневої кривої. Особливого розмаху (за кількістю та обсягами) угоди *LBO* набули в період 1980-1988 рр. Здійснивши в 1980 р. лише чотири угоди загальним обсягом 1,7 млрд. дол. США, американські компанії за 9 років досягли річного рівня (більше 400 угод на загальну суму близько 200 млрд. дол. США) [5].

Після короткотривалого, суттєвого спаду (1989-1991 рр.) ринок почав відроджуватися і до середини 90-х років ХХ ст. досяг 25 млрд. дол. США. Обвал ринку спекулятивних облігацій у 1998 р. призвів до чергового скорочення ринку угод боргового фінансування до початку ХХІ століття.

Прагнення компаній до зростання та надлишкова ліквідність світового фінансового ринку в 2005-2006 рр. створюють передумови для піднесення ринку *LBO* [4-6]. Найбільші світові угоди *LBO* – придбання в 2006 р. трьома інвестиційними компаніями найбільшого в США оператора мережі шпиталів (HCA Inc.) на загальну суму 33 млрд. дол. США (21,3 млрд. дол. США – власні кошти; 11,7 млрд. дол. США – позикові), а також угода про придбання компанією “Blackstone Group” найбільшого власника офісної нерухомості – компанії “Equity Office Properties Trust” за 39 млрд. дол. США. Загальний річний обсяг оголошених у світі угод поглинання з використанням позикових засобів становив: 2005 р. – 265 млрд. дол. США; 2006 р. – 725 млрд. дол. США. Як джерело позикових ресурсів можуть використовуватися не тільки банківські кредити, але і випуск облігацій. При цьому все частіше перевага надається саме кредитам, які супроводжуються меншими додатковими витратами, а їхня вартість є більш прогнозованою для компаній-позичальників. Найбільшими у світі інвестиційними операторами на ринку *LBO* є банки: J.P. Morgan, Goldman Sachs, Credit Suisse і Morgan Stanley. У таблиці 1 наведені дані про обсяги доходів, що отримали найбільші банки світу за результатами здійснення угод *LBO* в 2005-2006 рр.

Таблиця 1

## Доходи інвестиційних банків світу від угод LBO, млн. дол. США\*

№ пор.	Назва банку (групи)	2005 р.	2006 р.
1	J. P. Morgan Chase	188,7	219,6
2	Goldman Sachs	180,6	188,0
3	Credit Suisse	142,2	139,6
4	Morgan Stanley	151,3	128,6
5	Deutsche Bank	148,6	104,6
6	Citigroup	160,6	102,3
7	Merrill Lynch	137,1	76,7

\*Джерело: Freeman & Co, Thomson Financial.

Міжнародна практика виділяє два основних джерела засобів для інвестування в акції компаній – власні кошти інвестора та позикові. Звернення до другого джерела дозволяє інвестору здійснювати великі викупи, використовуючи при цьому незначну суму власних ресурсів, що в свою чергу сприяє зростанню доходності його власного капіталу. Зазвичай *LBO* передбачає придбання компанії, яка значно більша за покупця. Причому активи або акції компанії, яка поглинається, стають предметом застави по кредиту. Крім того, позика погашається, зокрема, і за рахунок доходів, які приносить придбана структура. Угода *LBO* реалізується за участю чотирьох сторін: об'єкта/цілі (компанія, яка віддає свої активи новій юридичній особі в обмін на грошові кошти); кредитора чи кредиторів (постачальників позикового капіталу як забезпеченого, так і бланкового); організатора викупу (суб'єкта, який бере участь у новій юридичній особі власним капіталом, вносячи грошові кошти; юридичної особи, яка акумулює грошові кошти від кредиторів і організатора та обмінює їх на активи об'єкта).

Можливі також операції, при здійсненні яких сам інвестиційний банк є ініціатором створення компанії-покупця для викупу за рахунок боргового фінансування. Новостворена компанія (так званий акціонерний фонд) не має попередньої операційної діяльності. Інвестиційний банк залучає інституційних інвесторів, кошти яких спрямовуються на формування статутного капіталу знов створеної компанії. При цьому частина коштів може виділятися у вигляді довгострокових забезпечених кредитів (на 3-5 років), інша частина – короткострокового бридж-фінансування (до одного року) [1; 2].

Основними етапами реалізації типової угоди *LBO* є:

- ухвалення рішення про покупку бізнесу;
- визначення цілей інтеграції та складання моделі інтегрованої компанії;
- фінансовий due diligence (аудит зобов'язань, рахунків, звітності);
- організаційно-правовий due diligence (оцінка структури та прав власності компанії, брендів, торговельних марок та ін.);
- визначення ціни операції та розміру власного внеску покупця;
- створення пулу інвесторів/кредиторів;
- оцінка ефективності інтеграції;
- остаточна реалізація угоди.

При цьому банк-кредитор, окрім коштів, може надати ряд додаткових послуг: консультанта, по супроводженню угоди, сприяння в отриманні необхідних дозволів та ін. Банківські фахівці зобов'язані грамотно оцінити активи компанії, зробити прогноз грошових потоків і переконатися у тому, що надалі об'єднана компанія зможе здійснювати процентні платежі за наданим кредитом. Для того, щоб інвестиційний банк ухвалив позитивне рішення про фінансування викупу, в компанії-покупця повинен бути стабільний грошовий потік, передбачений рівень капітальних витрат і низький фінансовий важіль на даний момент. Управління інтегрованою компанією повинне здійснюватися відповідно до запропонованого банком бізнес-плану, позикові кошти використовуються тільки наперед обумовлені цілі, банк має право періодично вимагати фінансову звітність, здійснювати інспекторські перевірки. Банк також має право направити свого представника до органу управління інтегрованою компанією.

Доповнення певними умовами раніше наведеної “класичної” схеми створює такі різновиди *LBO*: *MBO* (management buy-out) – покупцем виступає нинішній менеджмент компанії; *EBO* (employee buy-out) – покупець компанії – трудовий колектив, який, використовуючи позикові засоби, реалізує своє право через програму опціонів для працівників і стає власником компанії-працедавця; реструктуризація, при якій частина придбаних у результаті *LBO* активів згодом продається, а виручені засоби використовуватимуться для погашення боргу.

В Україні інвестиції здійснюються переважно за рахунок власних ресурсів інвесторів. Однак із приходом у банківську систему іноземного капіталу та створення умов для його подальшого поповнення (від материнських структур, зовнішніми структурованими запозиченнями) з'явилися передумови для інвестування за рахунок запозичених коштів. На думку експертів, сьогодні типовою схемою інвестування в Україні обов'язково передбачено створення окремої юридичної особи – інвестора (як правило, в іноземній юрисдикції). За умови, коли придбання акцій вітчизняних компаній фінансується за рахунок позикових коштів, інвестор

звертається до банку за кредитом. Оскільки при банківському кредитуванні нараховуються і мають систематично сплачуватися відсотки, інвестор прагне покрити ці витрати за рахунок дивідендів. У подальшому нові власники придбаної у такий спосіб фінансування компанії в максимально короткі строки прагнуть розрахуватися по банківському кредиту, наприклад, за рахунок продажу неопераційних активів, скорочення витрат, оптимізації структури. Ефективно здійснена угода *LBO* підвищує вартість компанії-покупця (інвестора) і за рахунок зростання грошових потоків дозволяє виконати її фінансові зобов'язання.

За своєю правовою природою придбання на вторинному ринку акцій (часток) існуючого товариства є інвестицією, яка, відповідно до положень Закону України “Про інвестиційну діяльність,” може бути зроблена за рахунок кредитних коштів. Надання банком позикових коштів юридичній особі для придбання на вторинному ринку акцій (часток) уже існуючого товариства цілковито ґрунтується на нормах законодавства України. У бухгалтерському обліку зазначені кредити відображаються за відповідними рахунками розділу 20 Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України [3].

Найбільші вітчизняні банки, зокрема ВАТ “Райффайзен Банк Аваль”, АКБ “Укрсоцбанк”, АКІБ “УкрСиббанк” та інші, прагнучи закріпити та розширити власні досягнення на ринку корпоративного кредитування, починають розробляти власні інвестиційні продукти на базі технології *LBO*. Зважаючи на існуючий дефіцит реальних середньо- та довгострокових кредитних ресурсів (3-5 років), а також тривалий характер певних технологічних операцій кредитування, придбання компаній-цілей банки звертаються до так званого бридж-кредитування (від 1 до 3 місяців). Позичальник під контролем банку придбав активи компанії-об'єкта. Під заставу цих активів банк здійснює короткострокове кредитування. У подальшому компанія-покупець, використовуючи прийнятний спосіб рефінансування (наприклад, випуск облігацій), розраховується з банком за кредитом. На відміну від іноземних банків-кредиторів, які можуть на 100 % фінансувати угоди *LBO*, вітчизняні банки вимагають 20-30 % власної участі позичальника. Максимальні обсяги фінансування угод позикового викупу компаній також обмежені чотирьохкратним співвідношенням суми боргу за кредитом до суми обсягу прибутку за мінусом податків, відсотків та негрошових витрат (*EBITDA – Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*). Вартість такого кредитування дорівнює середньоринковому рівню.

**Висновки.** Головною перевагою застосування інструмента *LBO* є те, що він дозволяє компанії-покупцю здійснити угоду купівлі в обсязі, який значно перевищує її власний капітал. Для банку в умовах жорсткої

конкуренції за корпоративного клієнта кредитування угод *LBO* розширює як спектр його інвестиційних продуктів, так і джерела отримання доходу.

Передумовами для активізації банків та компаній-інвесторів на вітчизняному ринку угод *LBO* можна назвати: зростання кількості компаній із недооціненими активами; зниження вартості активів підприємств; розвиток ринку облігаційних позик; потенційне зниження рівня відсоткових ставок за кредитами, популяризація процесів *IPO* та ін.

Водночас головними проблемами, з якими стикаються українські банки – оператори ринку *LBO* – є: недостатні обсяги довгострокових кредитних ресурсів; відсутність досвідчених спеціалістів та практики з реалізації угод; нерозвиненість фондового ринку та інші.

### ***Список літератури***

1. Вишкарєва И.А. Перспективы развития LBO на российском рынке // Инвестиционный банкинг. – 2007. – № 1. – С. 43-50.
2. Деревягин Б. М&А за чужой счет // <http://www.rbcdaily.ru/2007/02/16/finance/266007>.
3. Інструкція з бухгалтерського обліку кредитних, вкладних (депозитних) операцій та формування і використання резервів під кредитні ризики в банках України, затверджена постановою Правління НБУ від 15.09.2004 № 435 // <http://www.rada.gov.ua>.
4. Кириллов Р. Банки заработали на сделках LBO миллиарды // <http://bankir.ru/news/newslne/03.04.2007/79538>.
5. Пятницкая Л.Е. Рынок LBO: Теоретические предпосылки, современное состояние и перспективы // Финансы и кредит. – 2007. – № 36. – С. 27-33.
6. Baker G., Smith G. The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and Creation of Corporate Value. – Cambridge, Cambridge University Press, 1998.
7. Berle AA. The Twentieth Century Capitalist Revolution. N.Y., 1955.
8. Grossman S., Hart O. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, Journal of Political Economy, Vol. 94, P. 691-719.
9. Means G. The Corporate Revolution in America. N.Y., 1962.
10. Morris J. Mergers and Acquisition: Business strategies for accountants. – 2nd Edition. – New York: John Wiley&Sons Inc., 2000.
11. Smith R., Walter I. Global banking. – New York: Oxford University Press, 1997.

Отримано 05.11.2007

Башлай С.В. Діяльність банків на ринку М&А через угоди *LBO* / С.В. Башлай, О.В. Башлай // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – Т. 21. - С. 219-224.