

## **РОЛЬ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ПРИ ВИЗНАЧЕННІ СТРАТЕГІЙ ЗЛИТТЯ АБО ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ**

*Стаття присвячена проблемі використання інструментів фінансового менеджменту для здійснення операцій злиття і поглинання в діяльності міжнародних компаній. Розглянуті переваги і недоліки основних фінансових схем цих операцій і можливості їх застосування у вітчизняній практиці корпоративного управління.*

*Ключові слова: злиття, поглинання, система фінансування, активи компаній, фінансовий лізинг, траст.*

**Постановка проблеми.** Однією з головних причин різкого зростання кількості операцій злиття і поглинання у світі в період 2005–2007 рр. є відносна доступність фінансування для здійснення подібних операцій. Комерційні банки, страхові компанії та інші фінансові інститути з готовністю розглядали проекти фінансування операцій злиття і поглинання, оскільки такі операції відповідають їх кредитним вимогам. З цією метою багато фінансових інститутів створили спеціалізовані підрозділи, що займаються виключно злиттями і поглинаннями та розробили різні фінансові продукти для задоволення зростаючого попиту своїх клієнтів.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Система фінансування значних операцій, пов'язаних з інтеграційною діяльністю компаній, є особливим предметом вивчення і наукової розробки. Особливу увагу такій проблематиці приділяють такі вчені: С. Гвардін, П. Гохан, Д. Депаμφіліс, М. Ільїн, Ю. Макогон, С. Рід, О. Рогач. Водночас уваги вимагає ситуація використання кредитних схем фінансування операцій злиття і поглинання та аналіз світових тенденцій у цій сфері.

**Метою статті** є виявлення і аналіз системи фінансування корпоративних операцій злиття та поглинання і особливостей їх здійснення на сучасному етапі розвитку світової економіки.

**Виклад основного матеріалу.** До класичних джерел фінансування процесів злиття і поглинання належать револьверні кредити і строкові позики. Револьверне фінансування передбачає угоду з фінансовим інститутом (комерційним банком, інвестиційним фондом або страховою компанією), за якою сторона, що фінансує, зобов'язується надати кредитну лінію на певну суму протягом певного періоду, як правило, від 1 до 8 років. Позичальник має право використовувати надані фінансові ресурси, а також погашати кредит у будь-який момент протягом узгодженого періоду без нарахування будь-яких штрафних санкцій. Позичальник також володіє правом напозичати суму вже погашеного кредиту у випадку, якщо терміни надання кредитної лінії дозволяють це зробити. У випадку з терміновою позикою позичальник також може використовувати певну кредитну лінію

протягом узгодженого проміжку часу, проте в цьому випадку позичальник не зможе знову отримати кредит після його своєчасного погашення [6].

Револьверне фінансування в основному може використовуватися позичальниками як страхівка на випадок виникнення непередбачених витрат у процесі здійснення операції злиття або поглинання. Термінові позики використовуються для фінансування конкретних витрат на злиття і поглинання. В обох випадках для отримання такого фінансування необхідна наявність певних грошових потоків або конкретних ліквідних активів, які можуть бути реалізовані в узгоджений час з метою обслуговування і погашення отриманих кредитів. Підготовка і структуризація револьверного фінансування і строкових позик, як правило, здійснюється одним з кредиторів, який виступає як агент з операції (*lead agent*) і синдикує кредит між різними фінансовими інститутами. У цьому випадку агентіві відразу після організації фінансування сплачується комісія у розмірі 100–300 базисних пунктів від суми фінансування, а також щорічна комісія за адміністрування кредитної лінії. Якщо вся сума фінансування забезпечується одним банком, у цьому випадку банку як підписувачу сплачується комісія в розмірі від 50 до 500 базисних пунктів від суми фінансування, окрім щорічних узгоджених процентних платежів. Усі кредитори, включаючи агента з операції, також отримують комісію після завершення організації фінансування (*closing fee*), яка складає певний відсоток, як правило, від 0,125 до 2 % від суми фінансування, що надається. Ця комісія сплачується всім кредиторам пропорційно сумі їх участі в операції. Позичальник також оплачує всі юридичні і накладні витрати за підготовку операції, що виникли у кредиторів [1]. Процентні ставки з револьверного фінансування і строкових позиках зазвичай не фіксуються. Основою формування процентних ставок у цьому випадку буде ставка прайм-агента з операції або ставка “Libor” залежно від того, яка ставка в даний момент найбільш низька, а також певний спред за ризик. Розмір спреду залежить від кредитної категорії за ступенем ризику, присвоєного даній операції.

Процентні ставки, що встановлюються фінансовими компаніями, як правило, перевищують аналогічні ставки, що встановлюються банками, оскільки фінансові компанії мають вищі ризики і менші кредитні обмеження, ніж банки. Частина револьверної кредитної лінії може залишитися без запитання. У цьому випадку позичальником сплачується так звана гарантійна комісія, яка нараховується як відсоток (зазвичай від 0,125 до 0,75 %) на невикористану суму кредиту. Револьверні кредити і термінові позики оформляються кредитним договором між кредитором і позичальником і мають обов’язковий характер для обох сторін [9].

Проміжна, або мостова, позика може бути отримана у межах найрізноманітніших угод про фінансування, зокрема у межах угод про револьверне фінансування і термінову позику. Проте термін такого фінансування має порівняно короткостроковий характер. Тому даний вид

фінансування застосовується як строкове фінансування і залежить від подальшого рефінансування, наприклад, шляхом емісії акцій або облігацій.

Характерною особливістю фінансування даного типу є те, що у кредитора єдиним ризиком є ризик позичальника, а не ризик операції як такої, оскільки через короткостроковість характеру фінансування кредитор не чекає закінчення операції, тобто його здатність забезпечити в подальшому рефінансування кредиту. Позичальники часто вдаються до такого фінансування як до найбільш швидкого джерела отримання коштів для проведення операції. На наш погляд, дане джерело фінансування дозволяє проводити операції злиття і поглинання компаній, маючи достатньо часу для підготовки заміни даного виду фінансування більш довгостроковим (отримання довгострокового банківського кредитування, випуск акцій, облігацій та ін.).

У США у 80-ті рр. XX ст. рефінансування проміжних позик часто здійснювалося за рахунок емісії так званих смітєвих облігацій ("junk bonds"). Проміжне фінансування, як правило, дорожче, ніж револьверне або строкове, оскільки через відносну швидкість отримання кредитор приймає на себе додаткові ризики, зокрема ризик того, що через зміни ринкової кон'юнктури позичальник не зможе організувати рефінансування цього кредиту. У США комісії за організацію проміжного фінансування складають 1–5 % від наданої суми. Усі витрати з організації даного типу фінансування, як і в попередніх випадках, несе позичальник. Процентна ставка за даним видом фінансування включає премію понад ставку за револьверним або строковим кредитом. Премія складає, як правило, 2–5 % понад ставку "прайм" і може включати збільшення премії з часом або можливість отримання хоча б частини процентних платежів акціями позичальника для того, щоб ефективна процентна ставка за кредитом у результаті склала 15–30 % залежно від ринкових умов. Більшість проміжних кредитів також передбачають штрафні санкції у разі нерефінансування даного кредиту в узгоджений термін.

Нині у США і країнах Західної Європи даний вид залучення фінансових ресурсів застосовується значно рідше. Це пов'язано в основному з негативним досвідом 90-х рр. XX ст., коли випадки неповернення кредитів, виданих таким чином, почастишали. З тих пір фінансові організації, які беруть участь у фінансуванні процесів злиття і поглинання, стали консервативніше підходити до оцінки проектів і все частіше застосовувати єдині критерії оцінки кредитних ризиків для будь-яких видів фінансування, що певною мірою позбавляє сенсу використання проміжного фінансування [5].

Приватні розміщення як джерело фінансування процесів злиття і поглинання передбачають розміщення корпоративних цінних паперів серед обмеженого кола інвесторів. Компанії, як правило, розміщують довгострокові і середньострокові боргові розписки, облігації, конвертабельні облігації, привілейовані і звичайні акції. Основними покупцями цих паперів є страхові компанії та пенсійні фонди.

Приватні розміщення активно застосовуються для рефінансування первинних витрат на проведення злиття і поглинання. Оскільки на організацію фінансування такого виду операцій потрібно багато часу, приватні розміщення, як правило, використовуються для заміщення банківських кредитів. У більшості випадків приватні розміщення як джерело фінансування злиття і поглинання компаній допускають залучення грошових коштів на тривалі періоди часу. Отже, позичальник може використовувати кошти, залучені таким чином, для заміщення більш короткострокового фінансування або фінансування з плаваючою процентною ставкою, фінансувати проекти злиття і поглинання компаній з тривалою окупністю. Серед переваг даного джерела фінансування ми виділяємо конфіденційність переговорного процесу і використання наданої фінансової інформації, нижчі витрати, пов'язані з випуском цінних паперів, великий вибір фінансових інструментів для залучення фінансових коштів, значна гнучкість при можливості змінити структуру операції під час її здійснення, а також фінансову підтримку інституційних інвесторів впродовж всього проекту. Більшість приватних розміщень здійснюються з участю фінансового агента з розміщення, якому сплачується комісія у разі вдалого завершення операції. Розмір такої комісії, як правило, складає від 20 до 100 базисних пунктів, а також залежить від розміру суми, що залучається. Інвестори, як правило, не вимагають сплати комісії при наданні фінансових коштів у тому випадку, якщо у даного розміщення є інвестиційний кредитний рейтинг від одного з провідних рейтингових агентств, наприклад, Moody's, Standard & Poor, Fitch. У випадку, якщо певному розміщенню не був присвоєний кредитний рейтинг, комісії, що стягуються одночасно з наданням коштів, можуть складати до 200 базисних пунктів від наданої суми [8].

Таке джерело фінансування поки не набуло належного поширення в українській економічній дійсності, зважаючи на відсутність зацікавлених інституційних інвесторів. На думку автора, це пов'язано як з певними законодавчими обмеженнями діяльності іноземних страхових компаній в Україні, так і з внутрішніми обмеженнями самих іноземних страхових компаній і, особливо, пенсійних фондів, пов'язаних з проведенням діяльності на високоризикованих фінансових ринках. Українські страхові компанії і пенсійні фонди в даний час не інвестують свої фінансові кошти в довгострокові проекти, пов'язані із злиттям і поглинанням компаній у зв'язку з обмеженістю фінансових ресурсів.

У світі, особливо у США, значного поширення як джерела фінансування операцій злиття і поглинання, набули трасти акцій працівників компаній (ТАПК), що за своїм змістом є пенсійним фондом висококваліфікованих працівників певного підприємства, які з погляду оподаткування є вигідним джерелом фінансових коштів. Ці трасти також можуть використовуватися для фінансування покупки компанії. У більшості випадків через ТАПК здійснюється стимулювання працівників за рахунок отримання ними у власність частини акцій їхнього підприємства. Проте у разі правильної

фінансової структуризації ці трасти можуть використовуватися і як джерело постійного дешевого капіталу завдяки своїм податковим перевагам. Розмір участі в трасті залежить від розміру відрахувань, які організовуються трастом від імені того чи іншого працівника. Ці відрахування не обкладаються федеральним прибутковим податком і сам траст також не виступає об'єктом оподаткування. Учасники трасту до моменту здійснення виплати частки (у формі акцій або готівки) працівникові підприємства мають можливість використовувати накопичення для фінансування певних інтеграційних проектів [2].

Необхідно виділити два основні типи ТАПК:

- 1) ТАПК з кредиторською заборгованістю, як правило використовується для купівлі компанії її працівниками. У цьому випадку траст залучає позикові кошти проти корпоративної гарантії самої компанії і використовує отримані фінансові кошти для покупки акцій компанії. Надалі працівник робить щорічні відрахування в ТАПК для виплат суми основного боргу і нарахованих відсотків. Такі відрахування зазвичай не обкладаються податками;
- 2) ТАПК, що не має кредиторської заборгованості, не використовує позикові кошти для придбання акцій своєї компанії. У цьому випадку сама компанія робить періодичні відрахування в ТАПК для того, щоб ці кошти використовувалися для купівлі акцій підприємства. Подібні типи трастів є частиною загальної пенсійної програми цього підприємства. У разі звільнення працівник має право отримати свою частку в трасті. Багато компаній також використовують даний вид трасту для боротьби з недружніми поглинаннями, розраховуючи на підтримку працівників підприємства у разі виникнення такої загрози, оскільки для працівників компанії виникає небезпека скорочення у разі зміни її власника.

ТАПК є порівняно складною фінансовою пенсійною програмою, відповідно до якої виникає необхідність виплати численних комісій і винагород, які відсутні при використанні альтернативних джерел фінансування злиття і поглинання. Так, існують комісії за розробку пенсійного плану, за оцінку цінних паперів, що беруть участь в ньому, визначення утримувача трасту, оформлення специфічної документації та ін. Вартість безпосередньо фінансування ТАПК приблизно дорівнює вартості фінансування при використанні револьверних кредитних ліній або термінового фінансування. Єдиною відмінністю є те, що у випадку якщо ТАПК належить більша половина голосуючих акцій підприємства, у кредитора виникає можливість скорочення податкових виплат по відсотках за наданий кредит. Цей факт враховується в процентній ставці за надане фінансування і відповідно робить його привабливішим. У випадку, якщо ТАПК належить більше 30 % від кількості голосуючих акцій компанії, продавець акцій може відстрочити або навіть повністю уникнути податків на кошти, отримані в результаті продажу цих акцій [2; 3].

У випадку з лізингом операції типу “продаж – зворотна оренда”, на думку автора, можуть бути важливим джерелом фінансування операцій злиття і

поглинання. Використання лізингу в цих операціях може оптимізувати грошові потоки після завершення злиття або поглинання, особливо для компаній із великою кредиторською заборгованістю. Серед найбільш поширених форм лізингу, яка використовується як джерело фінансування злиття і поглинання компаній, можна виділити продаж із зворотною орендою, операційний лізинг і фінансовий лізинг [5].

У разі використання схем продажів із зворотною орендою компанія продає такі свої активи, як земля, будівлі, устаткування і одночасно укладає угоду про оренду проданих активів на певний термін за певними умовами.

Операційний лізинг допускає подальше фінансове і технічне обслуговування власності, яка здана в оренду. При використанні цього виду лізингу, як правило, не відбувається повної амортизації зданої в оренду власності. Тому у орендодавця існує ризик непокритої залишкової вартості. Орендні платежі при операційному лізингу відображаються у фінансовій звітності орендаря як витрати на оренду і не відображаються у пасивній частині балансу.

Фінансовим лізингом є фінансовий інструмент, при якому орендодавець не надає орендарю ніяких додаткових послуг, а передана в оренду власність повністю амортизується протягом терміну оренди. Витрати на обслуговування фінансового лізингу відображаються у пасивній частині балансу орендаря [4].

У цьому випадку інвестор використовує для придбання того або іншого підприємства позикові кошти і використовує виключно активи та грошові потоки компанії, яку купує, для розрахунків за кредитами. Основою такого фінансування є активи компанії-покупця, які використовуються як забезпечення позикових коштів, що залучаються. Концепція проведення подібних операцій достатньо проста – придбати компанію, що генерує грошові потоки з низьким ступенем капіталізації (акціонерного капіталу), але з високим ступенем позикового капіталу, який використовується на її придбання і забезпечений активами цієї компанії. З часом грошові потоки амортизують кредиторську заборгованість компанії. Відповідно підвищується прибутковість на акції для інвестора порівняно з прибутковістю аналогічних висококапіталізованих компаній. Метою такого фінансування є мінімізація використання акціонерної форми залучення інвестицій. У США така форма фінансування злиття і поглинання компаній набула поширення наприкінці ХХ ст. Банки, страхові і фінансові компанії, приватні покупці боргових зобов'язань охоче надавали необхідне фінансування. Проте у теперішній час нові інструкції вимагають більшого використання акцій позичальника і (або) компанії-покупця при залученні такого фінансування. У “LBO” використовуються як револьверне і термінове банківське кредитування, так і фінансування страхових та фінансових компаній, пенсійних фондів у формі проміжного фінансування і приватних розміщень. Враховуючи очевидні ризики, пов'язані з фінансуванням операції в основному позиковими коштами, інвестори до фінансування подібних операцій підходять вельми консервативно. Процентні ставки за схемами

такого фінансування, як правило, вищі, ніж ставки за стандартним банківським кредитуванням злиття і поглинання, і часто включають умови, при настанні яких частина або весь борг конвертується в голосуючі акції компанії. Використання таких фінансових інструментів, як конвертабельні привілейовані акції або конвертабельні облігації, досить дороге, тому що покупці таких паперів вимагають високих доходів. Оскільки забезпеченням кредитних ризиків інвесторів є активи і грошові потоки компанії-покупця, вивчення її історичного і планованого фінансового стану, оцінка ринкової вартості активів, якості менеджменту займає порівняно багато часу. Метою є забезпечення достатності грошових потоків компанії для виплати відсотків і суми основного боргу протягом терміну фінансування.

Забезпечені кредити як одне з джерел фінансування злиття і поглинання компаній включає елементи як випуску цінних паперів для подальшого залучення фінансування, так і отримання кредитів під заставу певних активів. У процесі отримання такого кредиту відбувається або випуск зобов'язання, підкріпленого заставою певного активу позичальника з подальшою або без подальшої реалізації самого активу.

Необхідним елементом використання такого кредитування є застава певних активів, які відображаються у фінансовій звітності позичальника. Такими активами можуть бути застави на нерухомість, дебіторська заборгованість, кредитні лінії і та ін. На основі вільних активів, що є у розпорядженні позичальника, структурується і випускається певний цінний папір. Потім позичальник і його фінансовий консультант отримують страховку, як правило, у формі акредитиву на частину випущеного цінного папера, який не покритий заставою. Далі цінний папір реалізується інвесторам і, як правило, торгується на вторинному ринку [3; 7].

На нашу думку, позичальникові вигідне використання такого джерела фінансування операцій злиття і поглинання через те, що загальні витрати із залучення коштів нижчі, ніж при використанні багатьох інших джерел фінансування, оскільки за наявності високоліквідного заставного забезпечення ризик операції для інвесторів істотно знижується. При продажу такого цінного папера відповідна заборгованість перестає відображатися в балансі позичальника, що також знижує його кредитні ризики для інвесторів. У більшості випадків такий папір має обмежений обіг.

Багато операцій злиття і поглинання, особливо ті, у які залучені значні фінансові ресурси, фінансуються групою банків, які об'єднуються в синдикат. Умови надання фінансування передбачають певну ймовірність неотримання коштів позичальників, оскільки синдикат банків об'єднується на основі якнайкращих зусиль. Банк-агент проводить всю роботу із створення синдикату і, як правило, надає найбільшу частку фінансових коштів. Синдикування кредиту банком-агентом дозволяє позичальникові порівняно швидко залучити необхідні фінансові ресурси під вигідні відсотки. Оскільки кожен банк, який бере участь у синдикаті, забезпечує лише частину від загальної суми фінансування, відповідно зменшуються і його ризики. У даному фінансуванні можуть брати участь багато середніх і дрібних інвесторів, які в

інших випадках не можуть брати участь в операціях такого масштабу, який впливає на величину відсоткової ставки у бік зниження.

**Висновки.** Отже, можна констатувати, що для фінансування операцій злиття і поглинання найбільш вдалими є інструменти револьверного кредиту, строкові позики, у яких передбачено комісійні агента, який формує операцію, використання трастових форм фінансування за рахунок залучення коштів працівників компанії. Найбільш стабільними інструментами можна вважати фінансовий і операційний лізинг.

Важливим організаційним механізмом є синдикована банківська участь, яка дозволяє запропонувати позичальнику під інтеграційну операцію будь-який вид фінансового інструмента з дуже вигідними умовами по відсотках та строками оплати зобов'язань.

### *Список літератури*

1. Бонзинський, Т. Міжнародна фінансова інтеграція: теорія і практика [Текст] / Т. Бонзинський ; пер. с польск. – Варшава : СИРЕНА, 2008. – 360 с.
2. Гвардин, С. В. Финансирование слияний и поглощений [Текст] / С. В. Гвардин. – М. : Бином, 2006. – 195 с.
3. Гохан, П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний [Текст] / П. Гохан. – М. : Альпина, 2006. – 742 с.
4. Демапфилис, Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании [Текст] / Д. Демапфилис ; пер. с англ. – М. : Олимп-бизнес, 2007. – 960 с.
5. Македон, В. В. Механізми залучення фінансування для здійснення операцій злиттів та поглинань компаній [Текст] / В. В. Македон // Наукові записки. – 2009. – Випуск № 12. – С. 248–257. – Серія “Економіка”.
6. Пилипенко, А. А. Стратегічна інтеграція підприємства: механізм управління та моделювання розвитку [Текст] / А. А. Пилипенко. – Харків : ІНЖЕК, 2008. – 403 с.
7. Рогач, О. І. Транснаціоналізація світового господарства та перехідні економіки [Текст] / О. І. Рогач, О. І. Шнирков. – К. : Вид. центр “Київський ун-т”, 2006. – 302 с.
8. Report of Expert Meeting on Mergers and Acquisitions: Policies Aimed at Maximizing the Positive and Minimizing the Possible Negative Impact of International Investment [Text]. – UNCTAD, Geneva, 2001. – 14 p.
9. Strategic Financial Management [Text] / R. G. Clarke, B. Wilson, R. H. Dames, S. D. Nadauld. – Homewood : Irwin, 2006. – P. 7–10.

### *Summary*

The article is devoted by problem of the use instruments of financial management for the feasibility of transactions confluences and absorptions in the environment of activity of international companies. Advantages and lacks of basic financial charts of such operations and possibility of their application are considered in domestic practice of corporate management.

Отримано 13.12.2010

Македон, В.В. Роль джерел фінансування при визначенні стратегій злиття або поглинання компаній [Текст] / В.В. Македон // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: УАБС НБУ, 2010. – Т. 30. - С. 191-200.