

ОБҐРУНТУВАННЯ МЕХАНІЗМІВ ФІНАНСУВАННЯ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

© Невмержицька О.В., 2009

Проаналізовано форми проведення фінансування процесів злиття та поглинання компаній та обґрунтовано систему проблем, які виникають під час його проведення.

In article it is analysed forms of carrying out of financing of processes of merge and absorption of the companies and it is proved system of problems which arise at its carrying out.

Постановка проблеми. Вплив негативних чинників на діяльність окремих елементів банківської системи може призвести до фінансових збитків і навіть до банкрутства фінансово-кредитних установ, що, своєю чергою, відобразиться на їхніх клієнтах та партнерах.

Розглядаючи питання про злиття і поглинання, неможливо переоцінити роль фінансування під час проведення подібних операцій: наявність вільних фінансових коштів є початковим пунктом ініціації М&А-угоди. Так, у США протягом 10 днів з моменту реєстрації пропозиції про купівлю акцій іншої компанії необхідно розкрити джерела фінансування для Комісії з цінних паперів. У Росії Міністерство з антимонопольної політики і підтримки підприємництва має право запросити інформацію про джерела засобів, необхідних для здійснення операцій злиття і поглинання, що дає змогу довести реальний зв'язок між формально незалежними операціями. Ненадання таких відомостей може бути причиною для відхилення клопотання. В Україні у деяких випадках під час реорганізації потрібно заздалегідь отримати згоду державних органів. Необхідність такої згоди (точніше, необхідність надання особливих документів) може бути встановлена законом. Закон «Про захист економічної конкуренції» від 2001 р. передбачає або отримання згоди Антимонопольного комітету України, або його обов'язкове повідомлення. Сьогодні приділено значну увагу питанням контролю за концентрацією суб'єктів господарювання. Зокрема, концентрацією визнається: злиття суб'єктів господарювання або приєднання одного суб'єкта господарювання до іншого; набуття безпосередньо або через інших осіб контролю одним або кількома суб'єктами господарювання над одним або кількома суб'єктами господарювання чи частинами суб'єктів господарювання.

Згода Антимонопольного комітету України необхідна у таких випадках:

- а) під час злиття або приєднання будь-яких об'єднань (асоціацій і союзів) комерційних організацій;
- б) під час злиття або приєднання комерційних організацій, загальна сума активів яких становить більше як 100 тис. мінімальних розмірів оплати праці.

Судова практика уточнює, що за відсутності згоди Антимонопольного комітету (його територіального управління) на створення союзу, асоціації чи іншого об'єднання, акт державної реєстрації цього об'єднання повинен бути визнаний недійсним [2].

Аналіз останніх досліджень. У зарубіжній науковій літературі проблеми реорганізації та реструктуризації комерційних банків висвітлено доволі широко, зокрема, в роботах Р. Брейлі, Є. Бріггема, С.О. Горіної, А. Гроппеллі, І.В. Ларіонової, С. Майерса, Є. Нікбахта, П. Роуза, Дж. Сінкі, В. Хорна та інших. Дослідження вказаних проблем вітчизняними ученими тільки розпочалося, але перші результати можемо знайти в наукових працях В.М. Гейця, С.М. Козьменка,

Мета роботи – дослідити основні методи фінансування процесів реорганізації фінансово-кредитних установ, зокрема злиття та поглинання, що впливають на рівень фінансової стійкості банківської системи України.

Виклад основного матеріалу. Фінансування операцій М&А – це вкладення грошових коштів, що направляються на «оплату» злиття і поглинання. Рефінансування таких операцій – це зміна умов оплати операцій, раніше передбачених в договорі.

Основними методами фінансування М&А-угод є:

1. Позикове фінансування.
2. Фінансування з використанням власного або акціонерного капіталу.
3. Змішане, або гібридне фінансування.

Залежно від методу фінансування виділяють такі джерела коштів, тобто установ, які їх можуть надати: комерційні банки, страхові компанії, кредитні інститути, пенсійні фонди, венчурні компанії тощо (рис. 1).

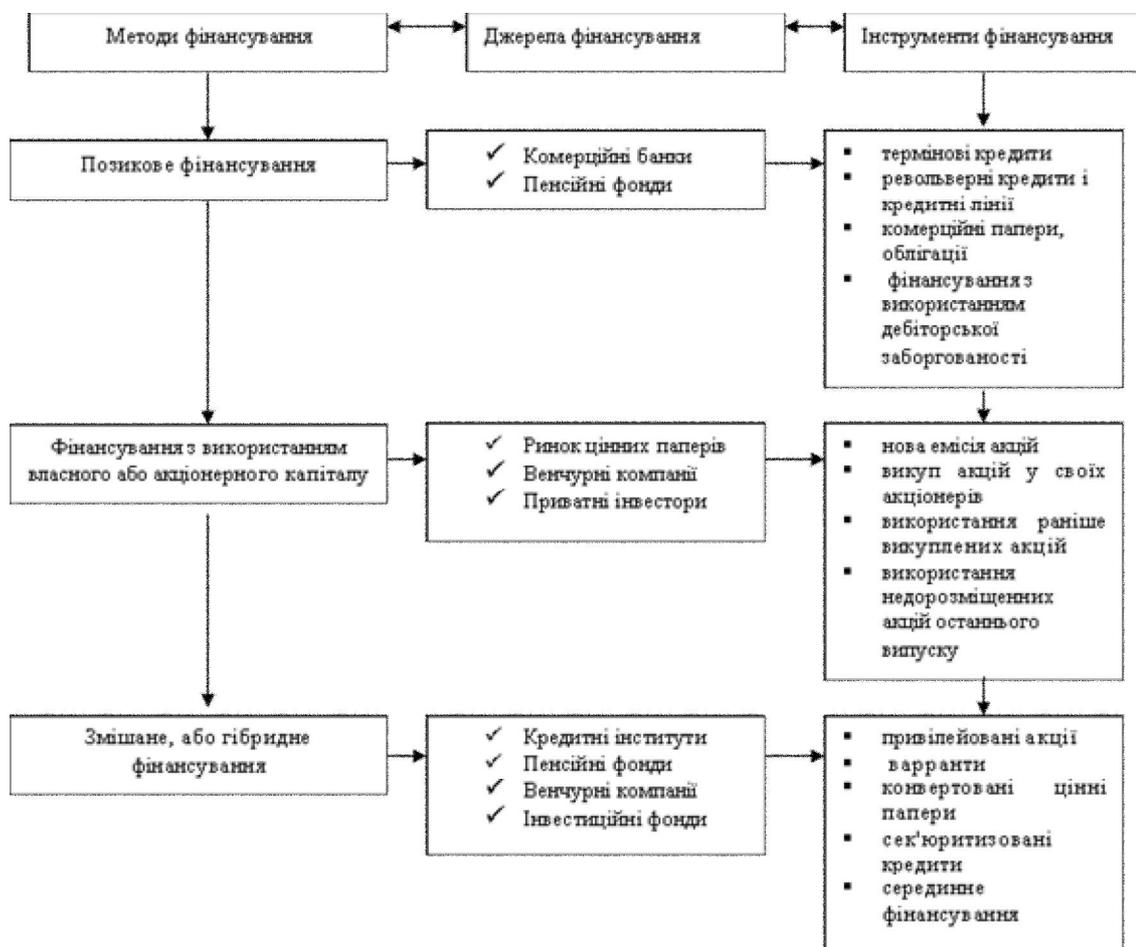


Рис. 1. Фінансування операцій зі злиття та поглинання

Розглянемо кожен метод фінансування окремо.

Інструментами позикового фінансування є: термінові кредити, револьверні (поновлювані) кредити і кредитні лінії, комерційні папери, облигації, фінансування з використанням дебіторської заборгованості, договір про продаж.

Терміновий кредит – це борговий контракт, за яким позичальник зобов'язується регулярно виплачувати кредитодавцю у встановлені терміни внески в погашення боргу і відсотків. Кредиторами у цьому випадку виступають комерційні банки, страхові компанії і пенсійні фонди. Особливістю цього інструмента позикового фінансування є швидкість залучення засобів і порівняно низька вартість обслуговування боргу.

Револьверний кредит – це кредитна лінія, яка часто використовується великими фірмами, що надається переважно під забезпечення короткотерміною дебіторською заборгованістю і товарними запасами компанії. При цьому під час відкриття цього кредиту або кредитної лінії працівники банку-кредитора проводять оцінку цих активів компанії і встановлюють ліміт кредитування, а згодом відстежують стан активів, що виступають забезпеченням. Компанії вдаються до револьверних кредитів у тому разі, коли не можуть одержати звичайний банківський кредит, і прагнуть використовувати одержані кошти на короткотривалі потреби. Основна перевага револьверного кредиту полягає у тому, що він може бути повернений у будь-який момент часу [3]. Найбільший за сумою револьверний кредит для фінансування операцій злиття і поглинання (на суму 500 млн. \$) був наданий корпорації Chrysler для фінансування її злиття з німецьким автогігантом Daimler-Benz.

Англійська компанія Vodafone для фінансування поглинання американської телекомунікаційної компанії AirTouch одержала револьверні кредити на загальну суму 7,5 млрд. \$ і терміновий кредит на один рік на суму 3 млрд \$. Револьверні кредити були розбиті на два: 4 млрд. \$ терміном на один рік і 3,5 млрд. \$ – терміном на п'ять років.

Найчастіше для фінансування операцій злиття і поглинання використовують термінові і револьверні кредити, але інколи компанії вважають за краще використовувати інші, не кредитні джерела. Як вже зазначалося, компанії для фінансування операцій злиття і поглинання можуть використовувати комерційні папери, боргові цінні папери, а також дебіторську заборгованість і здачу активів в лізинг.

Комерційні папери – це різновид незабезпечених простих векселів, випуск яких здійснюють переважно великі стійкі компанії. Часто вартість цього виду фінансування нижча за вартість банківських кредитів. Ці векселі гарантують достатньо низький дохід і є одним з найпопулярніших інструментів короткотермінового фінансування M&A-угод. Крім низької вартості, вони гарантують доволі швидкий доступ до фінансових ресурсів, а питання швидкості оплати операції є ключовим на завершальних етапах здійснення M&A-угод, і недотримання термінів може призвести до їхнього зриву. Так, саме шляхом випуску комерційних паперів було рефінансовано поглинання англійською телекомунікаційною компанією Vodafone американської компанії AirTouch вартістю 10,5 млрд. \$.

Іншим інструментом позикового фінансування є облігації – боргові цінні папери. Облігації, як правило, гарантують фіксований дохід своїм власникам, а вартість капіталу для компанії-позичальника, як правило, набагато нижча, ніж при використанні короткотермінових цінних паперів. У зв'язку з цим часто практикується процес первинного залучення капіталу для негайного фінансування операції через розміщення комерційних паперів з подальшою їх конвертацією в облігації. Саме так було рефінансовано придбання Clairol (американського виробника засобів по догляду за волоссям) компанією Procter & Gamble загальною вартістю 5 млрд. \$.

Фінансування злиття і поглинання облігаціями має і свої негативні сторони. У цьому випадку можливе зниження кредитного рейтингу компанії, що, своєю чергою, робить умови подальших запозичень менш привабливими.

Серед інших джерел позикового фінансування M&A-угод виступають використання дебіторської заборгованості як застави, а також лізинг (первинний продаж придбаного устаткування для подальшого лізингу). Їх використання достатньо обмежене, оскільки обсяг засобів, що привертаються, лімітований.

Другим методом фінансування операцій злиття і поглинання є фінансування з використанням акціонерного капіталу. Йдеться про те, що компанії, які вирішили укласти операцію M&A, проводили додаткову емісію акцій, які надалі обмінювалися на акції компанії, що поглинається або приєднується. Так, злиття фармацевтичних фірм SmithKline Beecham PLC і Glaxo Wellcome PLC

вартістю 76 млрд. \$ і об'єднання Pfizer і Warner – Lambert вартістю 90 млрд. \$ були профінансовані шляхом обміну акцій.

Головна відмінність між фінансуванням із залученням позикового капіталу і фінансуванням з використанням акціонерного капіталу полягає у тому, що у другому випадку кредитор має право на участь в управлінні компанії і на частину її прибутку, тоді як за позикового фінансування кредитор отримує тільки право вимоги повернення наданих коштів і відсотків за користування ними.

Третім видом фінансування операцій злиття і поглинання, як вже згадувалося вище, є гібридне, або змішане фінансування. Як бачимо з назви, до нього належать інструменти, що несуть в собі ознаки як фінансування із залученням позикового капіталу, так і з використанням акціонерного капіталу одночасно.

Привілейовані акції надають їх власнику пріоритет на участь у прибутках і на активи компанії у разі її ліквідації. Традиційно привілейовані акції вважаються більш ризикованими цінними паперами, ніж облігації, у зв'язку з чим інвестори вимагають вищу прибутковість з цих цінних паперів.

Так, найкрупніше злиття компаній – об'єднання нафтових компаній «ЛУКОЙЛ» і «КОМІТЕК» – було профінансовано з використанням привілейованих акцій. Операція вартістю 500 млн. \$ була завершена шляхом обміну акцій у співвідношенні 4,2 акції компанії «КОМІТЕК» за одну конвертовану привілейовану акцію «ЛУКОЙЛ». При цьому компанія «ЛУКОЙЛ» погодилася обміняти на цих умовах акції не тільки акціонерів, що володіють контрольними пакетами, але і усю решту розміщених акцій «КОМІТЕК».

Варрант – це опціон, що випускається компанією, який дає його власнику право купити встановлену кількість акцій компанії за певною ціною. Часто варранти розповсюджуються під час розміщення позики і використовуються для того, щоб спонукати інвесторів купити облігації довготермінової позики фірми з нижчою ставкою відсотка, ніж за інших умов купівлі. Так, компанія AT&T розмістила облігаційну позику з варрантами на суму 1,57 млрд. \$. Це була найбільша операція з M&A-фінансування, будь-коли зроблена фірмою будь-якого типу, і ця операція стала першим випадком використання варрантів великою і сильною корпорацією.

Конвертовані цінні папери – це облігації або привілейовані акції, які в певні терміни і на певних умовах можуть за бажанням їх утримувача бути обмінені на звичайні акції. На відміну від виконання варрантів, які приносять компанії додаткові грошові кошти, конверсія цінних паперів не приносить додаткового капіталу. Подібні операції обміну лише покращують фінансовий стан компанії і полегшують їй залучення додаткового капіталу.

Прикладом фінансування операцій злиття і поглинання з використанням конвертованих цінних паперів є дії американської компанії AT&T, яка розмістила конвертовані привілейовані акції на суму 5 млрд. \$ для фінансування поглинання компанії з виробництва кабелю Media One. Розміщення супроводжувалося випуском варрантів.

Загалом фірми, що випускають облігації з варрантами, мають менші розміри і вищий рівень ризику, ніж фірми, які випускають конвертовані облігації.

Ще одним інструментом фінансування є сек'юритизація активів.

Вітчизняний україномовний словник банківських термінів (автори Анатолій Загородній, Оксана Сліпушко, Геннадій Вознюк, Тамара Смовженко, Київ, 2000 р.) подає таку дефініцію: «Сек'юритизація – процес трансформування неліквідних фінансових активів банку у ліквідні цінні папери. Суть полягає у тому, що банк емітує під частину дохідних активів (іпотечних чи споживчих позик) цінні папери і реалізує їх на відкритому ринку. Застави з позик (боргові розписки) об'єднуються у пул, під які емітуються цінні папери, подібні до звичайних облігацій, що гарантують виплату фіксованого процента. Придбання інвестором емітованих цінних паперів дає йому право на частину пулу застав і відповідно на одержання доходів, джерелом яких є проценти й основна сума платежів з наданих застав».

Сьогодні здійснено сек'юритизацію активів семи російських компаній, а саме: «Альфа-Банк», «Комерційний банк Дельта Кредит», «МДМ Банк», «Москомерцбанк», ВАТ «Агенство з іпотечного житлового кредитування», АКБ «Совфінтрейд», комерційний банк «Московське іпотечне

агенство». В Україні відсутнє спеціальне законодавство, яке б регламентувало це об'єктивно існуюче явище, тому воно потребує детального вивчення, узагальнення, формування понятійного апарата та надання обґрунтованих висновків на рівні фахівців.

За станом на 1 січня 2009 року проведено чотири угоди сек'юритизації фінансових активів українських компаній: КБ "ПриватБанк" здійснив транскордонну сек'юритизацію по законодавству Великобританії, а також випустив звичайні іпотечні облігації згідно з законом України «Про іпотечні облігації», «Укргазбанк», Державна іпотечна установа, «Ощадбанк».

Сек'юритизація активів КБ «ПриватБанк» має такі характеристики: КБ «ПриватБанк» сформував пул іпотечних кредитів та уклав угоду із емітентом облігацій про продаж права вимоги по них на суму близько 185 мільйонів доларів США (тобто банк є оригіном). Було сек'юритизовано близько 10 тисяч іпотечних кредитів, виданих у доларах США, фізичним особам у Дніпропетровській, Київській, Закарпатській, Харківській, Донецькій та інших областях України. Емітентом облігацій, забезпечених житловою іпотекою, є SPV, створене відповідно до законодавства Об'єднаного Королівства Велика Британія та Уельс із назвою «Ukrainian mortgage loan finance No.1 Plc». Вказаний емітент призначив юридичну особу, розташовану в Об'єднаному Королівстві Велика Британія та Уельс, яка представляє інтереси власників облігацій, так званий траст, тобто є їх довіреною особою. Також визначено банк, який на підставі відповідної тристоронньої угоди між емітентом, трастом та самим банком обслуговує рахунки емітента та страхову компанію, яка здійснює страхування певних ризиків, у тому числі політичних. Після продажу облігацій позичальники з іпотечних кредитів періодично сплачують відсотки за користування кредитом та основну суму боргу, а вказані кошти використовуються для виплат власникам облігацій.

Прикладом «синтетичної сек'юритизації» згідно з чинним законодавством України є випуск ВАТ АБ «Укргазбанк», м. Київ на початку поточного року звичайних іпотечних облігацій на суму 50 мільйонів гривень відповідно до закону України «Про іпотечні облігації». Ці облігації знаходяться у вільному обігу на фондовому ринку, вони забезпечені правами вимоги по раніше виданих банком іпотечних кредитах, а кошти, отримані від позичальників, використовуються для виплат власникам облігацій [4].

Серединне фінансування, яке також називають фінансуванням другого рівня, є незабезпечена позика, яка гарантує кредитору отримання прав на участь в капіталі компанії надалі. Така участь може бути здійснена у формі передачі кредитору конвертованих облігацій, конвертованих привілейованих акцій або варрантів. Найчастіше серединне фінансування здійснюється з використанням варрантів.

Це фінансування одержало таку назву тому, що кошти, які одержують в такий спосіб, знаходяться «посередині» між традиційними позиковими коштами і коштами, що одержуються з використанням акціонерного капіталу. Крім того, інвестори, що надають компанії кошти за допомогою серединного фінансування під час покриття зобов'язань цією компанією, одержують відшкодування після традиційних кредиторів, але швидше, ніж акціонери. Серединне фінансування дає можливість компанії привертати більший обсяг коштів, чим вона може гарантувати заставою, проте і під вищий відсоток.

Викуп компанії є зміною форми власності компанії, що приводить до переходу контролю над нею до групи інвесторів або кредиторів. Для того, щоб здійснити більшість операцій викупу, необхідне залучення дуже великих обсягів позикових коштів, що і є особливістю подібних операцій. Такі операції називаються викупом з важелем. Їх розрізняють залежно від того, хто здійснював операцію: менеджмент компанії, її працівники, інвестори тощо (рис. 2).

Як правило, основу боргового фінансування операції викупу (50–60 % від загальної суми боргових зобов'язань) становить великий кредит, який забезпечений активами компанії і її майбутніми доходами. Це так званий кредит привілейованого статусу або основний кредит.

Яскравим підтвердженням усього сказаного може бути приклад операції, визнаної, наприклад, журналом *Euromoney*, найкрупнішою і найдраматичнішою операцією викупу з важелем, – придбання компанії *RJR Nabisco* відомою групою венчурних капіталістів *Kohlberg, Kravis & Roberts (KKR)* за 25 млрд. \$. Конкретніше ця операція являла собою купівлю керівниками.

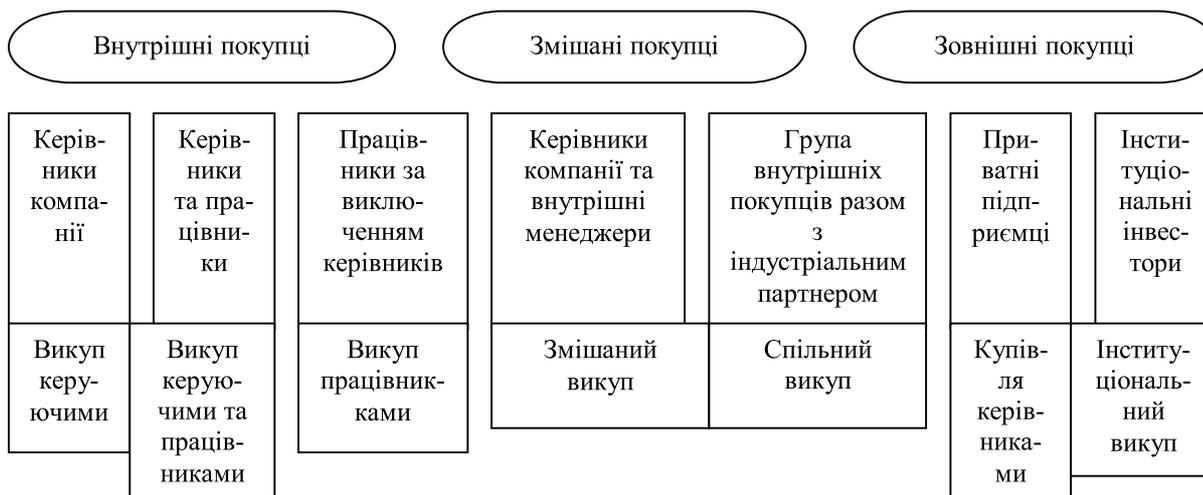


Рис. 2. Види угод викупу компанії з важелем залежно від ініціаторів угоди

До моменту оголошення про намір здійснення операції ринкова ціна акцій RJR Nabisco становила 56 \$ за акцію. У своєму бажанні придбати і перетворити в партнерство RJR Nabisco конкурували група KKR і група інвесторів, сформована главою RJR Nabisco. В результаті цієї конкурентної боротьби KKR, запропонувавши заплатити 109 \$ за акцію (більшу за ту майже удвічі, яка була в той момент, від ринкової ціни), придбав RJR Nabisco за 25 млрд. \$.

Ясно, що для реалізації цієї операції KKR потрібне було залучення величезної позики. Компанія зуміла одержати кредит обсягом 14 млрд. \$ – рекорд, який був побитий під час поглинання компанією Olivetti італійської телекомунікаційної компанії Telecom Italia. У цій операції був використаний кредит у 25 млрд. \$.

Підвищення ринкової ціни акцій майже удвічі забезпечило приріст їхнього капіталу на 8 млрд. \$. Зрозуміло, хтось повинен був платити за таке значне зростання добробуту акціонерів. Це були кредитори RJR Nabisco, а слідом за ними і сама компанія, що вже через два роки змушена була вирішувати серйозні фінансові проблеми. KKR продав свої вкладення в компанію, а сама RJR Nabisco знову була перетворена у відкрите акціонерне товариство.

Якщо викуп компанії проводиться її вищим керівництвом, то така операція, як показано на рис. 2, є викупом керівниками. Ці операції мають також іншу назву – операції з грошовими потоками. Це пояснюється тим, що саме грошові потоки використовуються керівниками для погашення запозичень, зроблених ними для фінансування викупу компанії.

Часто компанія вдається до викупу керівниками, коли бажає звільнитися від неосновного напрямку своєї діяльності. Тоді якийсь підрозділ або дочірня компанія виділяється із структури материнської і переходить в руки вищого керівництва цього підрозділу, стаючи при цьому закритим акціонерним товариством.

Ця операція має ще кілька важливих особливостей:

1) менеджери компанії, добре ознайомлені зі своїм бізнесом, стаючи власниками компанії, першочерговим своїм завданням ставитимуть ефективне ведення власної справи, оскільки їх добробут безпосередньо залежить від добробуту фірми;

2) прагнення збільшення рівня прибутковості і підвищення рівня конкурентоспроможності диктуватиметься наявністю значних боргових зобов'язань новоствореної компанії і необхідністю їх обслуговування [5].

Найбільшою угодою, здійсненою європейськими компаніями, є поглинання Zeneca Specialties – спеціалізованого хімічного підрозділу англо-шведської компанії AstraZeneca. Інвестиційна компанія Investcorp і пенсійний фонд Cinven викупили підрозділ, перейменувавши його в Avesia, що обійшлося їм у 505 млн. фунтів у вигляді акцій, 585 млн. фунтів – у формі кредиту і ще в 540 млн. фунтів – у вигляді облігацій. Крім того, вперше два інвестори об'єдналися для здійснення цієї угоди.

В такий спосіб викуп керівниками і загалом викуп з важелем має одну незаперечну перевагу – він змушує керівників компанії вести ефективний бізнес, знижувати витрати і підвищувати рентабельність виробництва.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Через особливості розвитку вітчизняного фондового ринку спостерігаються зворотні пропорції грошового і паперового фінансування.

У зв'язку з цим переважаючу роль якраз посідають грошові джерела: за зразковими оцінками, на їх частку до 2008 року доводилося близько 90 % операцій. Так, консорціум «Альфа-Груп» придбав 44 % акцій компанії «Голден телеком» вартістю 110 млн. \$ шляхом самофінансування.

Прикладом змішаного фінансування може бути продаж компаній «Голден телеком» 50 % пакета акцій в компанії «Совинтіл» – як оплата операції, яка дала змогу компанії «Ростелеком» стати володарем 100-процентного пакета акцій.

Ще однією особливістю фінансування М&А-угод є ті додаткові зобов'язання, які лягають на поглинаючу компанію або компанію-інвестора, наприклад, виплата кредиторської заборгованості, проведення широкомасштабної інвестиційної програми тощо. Викликано це насамперед тим, що характерним видом операцій злиття і поглинання можна назвати участь у грошових аукціонах та інвестиційних конкурсах.

Іншим характерним видом операцій, що визначає механізми їх фінансування, можна вважати акумуляцію боргів компанії, що поглинається, і конвертацію їх в акції компанії у процесі банкрутства. За певної зацікавленості в поглинанні компанії достатньо легко порушити процедуру банкрутства, враховуючи значну обтяжливість більшості російських компаній боргами, а потім конвертувати борги в акції. Для уникнення банкрутства багато компаній готові продати наявні в їх власності контрольні пакети акцій інших підприємств.

Підводячи підсумки, варто зазначити, що важливість правильного вибору методу фінансування очевидна, проте, як показують дослідження, компанії, що концентрують свою увагу під час укладення угод М&А винятково на питаннях фінансування, на 15 % знижують вірогідність успіху угоди.

1. Закон України від 07.12.2000 р. «Про банки і банківську діяльність» № 2121-III із змінами і доповненнями // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2001. – № 5–6. – С. 30. 2. Васильченко З.М. Комерційні банки: реструктуризація та реорганізація: Монографія. – К.: Кондор, 2004. – 528 с. 3. Розумна Н.В. Визначення джерел фінансування інтеграції підприємств // www.nuwm.rv.ua/metods/asp/vd/v39ek32.doc. 4. Колосінський І. Деякі питання сек'юритизації // http://www.securitisation.com.ua/2009/06/blog-post_14.html. 5. Томилина Э. Слияния и поглощения в М&А-процессе // Слияния & поглощения. – 2003. – № 8. – С. 70–76.