

Шевченко-Перепьолкіна Р. І.,

аспірантка кафедри економіки та управління національним господарством Одеського національного економічного університету, м. Одеса

ЛВО-ФІНАНСУВАННЯ УГОД ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ: ОСОБЛИВОСТІ ТА ПЕРСПЕКТИВИ УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ

У статті актуалізується увага на проблемі нестачі власних засобів для здійснення інтеграційних процесів та на її вирішення пропонується механізм ЛВО-фінансування. Розглянута специфіка, основні відмінності, різновиди. У статті запропонована авторська класифікація етапів проведення ЛВО-фінансування угод злиття та поглинання. Визначені переваги та недоліки подібних угод.

Ключові слова: ЛВО-фінансування, зовнішнє фінансування, злиття та поглинання, інтеграція.

В статье актуализируется внимание на проблеме недостатка собственных средств для осуществления интеграционных процессов и на ее решение предлагается механизм ЛВО-финансирования. Рассмотрена специфика, основные отличия, разновидности. В статье предложена авторская классификация этапов проведения ЛВО-финансирования соглашений слияния и поглощения. Определены преимущества и недостатки подобных соглашений.

Ключевые слова: ЛВО-финансирования, внешнее финансирование, слияние и поглощение, интеграция.

In the article the attention is concentrated on the problem of shortage of own ways of implementation of integration processes and their solutions, the mechanism of LBO – financing is also offered. Specifics, the main differences, variety are observed. In the article the author's classification of stages of carrying out LBO – financing of agreements of merger of companies and corporate takeover is offered. The advantages and disadvantages of similar agreements are defined.

Keywords: LBO-financing, external financing, merger of companies and corporate takeover, integration.

Постановка проблеми. Сьогодні ринок М&А в Україні активно функціонує. Незважаючи на останні роки фінансової кризи, з кожним роком зростає не лише обсяг, а й якість подібних угод. Вихідним пунктом ініціювання угоди злиття та поглинання є наявність вільних фінансових коштів. Однак, здебільшого, маючи мету та стратегію подальшого розвитку завдяки об'єднанню (поглинанню) іншого підприємства, компанія підчас не володіє достатнім обсягом коштів на розвиток такої стратегії.

На даному етапі розвитку український ринок злиттів та поглинань поки що недостатньо використовує механізми боргового фінансування інтеграційних угод. Не дивлячись на усі переваги такого фінансування (відносно дешева надлишкова ліквідність, наявність недооцінених активів та ін.), експертні оцінки його переваг, ні банки, ні компанії поки не віддають перевагу даному механізму. Тому, у рамках запропонованої статті вважаємо за необхідне висвітлити особливості і ключові етапи угод ЛВО, їх перспективи для більш ефективного їх застосування у вітчизняній практиці. Крім того, що у світовій практиці такий механізм злиттів та поглинань успішно функціонує ще з 1970-х рр.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Проблемні питання фінансування інтеграційних процесів, визначення видів можливих джерел фінансування, зокрема і ЛВО знайшли відображення у дослідженнях С. Гвардіна [1,2], М. Генсеке [3], Р. І. Заворотнього [6], Н. Терешкової [9] та ін.

Мета і завдання дослідження: розкрити особливості та етапи проведення ЛВО-фінансування угод злиття і поглинання.

Виклад основного матеріалу. Угоди Leveraged Buy-Out (LBO) – це викуп компанії-мети з використанням схеми боргового фінансування. І хоча ЛВО-фінансування сьогодні активно впроваджується на українському ринку, але все ж і досі більш поширеним способом залучення засобів для М&А-угоди залишається просте кредитування.

До 80-х років ХХ ст. ЛВО 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. Особливого розмаху (за кількістю та обсягами) угоди ЛВО 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) [7, с. 27–33].

Угоди злиття і поглинань з використанням ЛВО-фінансування представляють собою угоди, у яких покупець використовує зовнішнє фінансування (банківські позики, емісію облігацій, інвестиції третьої

сторони) для фінансування покупки компанії. Частка зовнішнього фінансування у порівнянні із власними засобами набагато більша і може досягати 90% ціни компанії, що придбається. Однак не лише в залучених коштах полягає особливість LBO-фінансування, від звичайного кредитування такі угоди відрізняє значна зміна боргового навантаження компанії-покупця. Активи придбаної компанії разом з її грошовим потоком, з одного боку, виступають заставою, з іншого – є джерелом виплати за боргами, що виникли у покупця за підсумками угоди. Отже, характерною рисою LBO є забезпечення кредиту за рахунок не тільки і не стільки власних активів позичальника, скільки активів не приналежної йому компанії.

О. С. Станков проводить аналогію LBO з проектним фінансуванням, зазначаючи, що відмінність між ними полягає в тому, що ПФ спрямовується переважно на реалізацію нового (ще неіснуючого) проекту, як наприклад, запуск виробництва, будівництво заводу тощо, у той час як LBO використовується тільки при придбанні уже функціонуючого об'єкта, який приносить прибуток [8, с. 152].

При LBO можливі 2 варіанти поглинання залежно від об'єкта купівлі: активи компанії або її акції. В обох випадках економічний результат однаковий: інвестор встановлює контроль над компанією. Однак фінансові, податкові, облікові та юридичні наслідки можуть значно відрізнятися залежно від обраної операційної структури.

Придбання активів. Придбання активів компанії через LBO припускає деяку вигоду в порівнянні з покупкою її акцій. Зокрема, покупець не приймає на себе борги компанії-цілі, а отже, огорожує себе від ризику одержати разом з компанією сховані або невідомі борги. Завдяки ясній ідентифікації куплених активів, кредитори можуть уберегти свої позики відчутними частинами активів, а не всією власністю компанії, яка поряд з активами включає й борги. Отже, купівля активів дає більш легкий доступ до забезпеченого боргового фінансування.

Купівля акцій. Придбання акцій, а не активів може бути здійснена набагато швидше. Крім того, володіння акціями передбачає автоматичне й повне поглинання всіх активів компанії, включаючи ті, які через специфічні властивості не можуть бути відчужені, а отже, і продані (контракти, ліцензії та ін.). Ці переваги врівноважуються більш високим ризиком поглинання компанії з потенціалом прихованих боргів і більш дорогим борговим фінансуванням через менш уявну майнову заставу для залучення позик.

Незважаючи на деякі незручності, покупка акцій – найбільш широко використовувана структура для LBO-угод, особливо при поглинанні публічних компаній, папери яких котируються на фондових біржах. Поглинання компанії за допомогою викупу її акцій може бути структуроване безліччю різних способів.

Відмітною рисою LBO-угоди є те, що в ній окрім продавця й покупця повноцінним учасником угоди виступає банк. Фінансування угоди LBO несе високий ризик для банку-кредитора, тому він встановлює для покупця жорсткі умови. Керування компанії за таких умов повинне здійснюватися відповідно до запропонованого банком бізнес-плану, позичкові засоби використовуватися тільки на заздалегідь оговорені цілі, банк має право контролювати фінансову звітність, здійснювати інспекторські перевірки, обмежувати участь позичальника в подальших угодах M&A, а також може навіть направити свого представника в орган управління інтегрованою компанією.

Ключовим чинником у виборі структури фінансування поглинання є якість майнової застави по кредиту. Для кредиторів є дві важливі умови для відкриття кредитної лінії на угоду:

- умови й черговість стягнення застави (чи є застava активів компанії-цілі прямою або непрямою),
- момент, коли настає забезпечення боргу активами компанії-цілі (чим швидше, тим краще).

Занадто низька якість застави для кредиту може відвернути кредиторів від фінансування поглинання й, отже, зірвати здійснення угоди LBO.

Для фінансування LBO переважно використовується забезпечений активами й грошовим потоком компанії-цілі борг. Проте іноді банківського кредитування не вистачає для покупки цільової компанії. Забезпеченням основної суми боргу є всі активи цільової компанії, але вони можуть покривати лише частину ціни угоди. У цьому випадку використовують допоміжні джерела ресурсів:

1) субординований (незабезпечений) борг (борг із більш низьким статусом, який при банкрутстві боржника оплачується після іншого боргового зобов'язання або після всіх інших боргових зобов'язань цього боржника);

2) мезонінне (проміжне) фінансування (фінансування за рахунок випуску фінансових інструментів, що мають характеристики як боргу, так і акціонерного капіталу, яке звичайно здійснюється за допомогою випуску конвертованих облігацій, комбінації субординованого боргу з варіантами на придбання акцій, викидних облігацій та ін., і називається «проміжним», оскільки за правами на активи компанії, що фінансується перебуває між акціонерним і звичайним борговим фінансуванням) – часто використовується для фінансування поглинань;

3) активи зовнішніх інвесторів – LBO-фондів, фондів венчурного капіталу;

4) власні активи інвестора.

Процес організації кожної LBO-угоди дуже індивідуальний та специфічний. Навіть науковці не досягли однозначності у визначенні етапності її проведення.

Наприклад, М. О. Жиленков виділяє лише 2 етапи:

1 етап – складання бізнес-плану;

2 етап – структурування угоди і її безпосереднє здійснення [5, с. 50].

Натомість, Н. Терешкова розподіляє таку угоду на 12 етапів, а саме:

1) рішення про продаж бізнесу;

2) рішення про придбання бізнесу;

3) аналіз положення на ринку компанії-покупця та компанії-цілі;

4) визначення цілей інтеграції;

5) складання моделі інтегрованої компанії;

6) оцінка вартості акцій, активів компанії;

7) визначення ціни угоди;

8) визначення розміру вкладу покупця;

9) створення пулу інвесторів/кредиторів;

10) оцінка ефективності інтеграції шляхом розрахунку грошових потоків після поглинання;

11) підсумкові переговори;

12) угода [9, с. 69].

Враховуючи зазначені та інші підходи науковців, вважаємо за доцільне запропонувати таку етапність проведення LBO-угоди:

1. Ухвалення рішення про покупку бізнесу й визначення мети інтеграції.

Цьому етапу зазвичай передують такі мотиваційні чинники, як необхідність в укрупненні бізнесу з метою заняття лідируючої ролі в певному сегменті ринку; вихід на регіональні ринки та ін.

2. Вибір об'єкта купівлі.

Найчастіше найбільш привабливими компаніями в цьому плані є недооцінені фірми, чії акції на ринку коштують дешево, дохід стабільний, а витрати передбачувані. Також важливо, щоб цільова компанія відповідала вимогам, пропонованим інвестиційним банком. Наприклад, грошові потоки повинні бути достатніми для погашення відсотків за кредитом. Проводиться попередній аналіз компанії-цілі, її конкурентних переваг, оцінка привабливості бізнесу, його потенціалу, прибутковості й ін. Якщо таких компаній – кілька, проводиться їх порівняльний аналіз.

3. Складання моделі інтегрованої компанії й прогнозування синергетического ефекту від злиття (поглинання).

Вже при попередньому аналізі компанії-цілі вищий менеджмент може спрогнозувати ймовірність отримання синергетического ефекту від її поглинання.

4. Переговори з компанією-ціллю і визначення ціни угоди.

Ефективні переговори щодо визначення ціни можливі лише у випадку дружнього поглинання. У випадку ж захоплення – компанія-поглинач визначає лише приблизну ціну.

5. Проведення «due diligence». На цьому етапі виробляється оцінка всіх можливих ризиків, а також вироблення механізмів щодо їх мінімізації.

У ході юридичного «due diligence» перевіряють: юридична дійсність й правоздатність компанії; її правова основа; право власності на приналежні активи (матеріальні й нематеріальні); структура акціонерного капіталу й належна реєстрація акцій й облігацій; чинники ризику початку процедури банкрутства й/або втрати контролю над компанією з інших причин, не пов'язаних зі структурою капіталу; участь компанії в судових процесах, загальні юридичні ризики, пов'язані з її діяльністю.

Під час реалізації фінансового й податкового «due diligence» має бути перевірена: бухгалтерська звітність, великі контракти, можливі податкові зобов'язання, ризики невиконання зобов'язань із боку контрагентів та інші питання.

Усе це дозволяє адекватно оцінити вартість компанії.

6. Коректування ціни угоди й визначення розміру власного фінансування покупця.

7. Пошук зовнішніх джерел фінансування угоди. На цьому етапі відбувається формування пулу інвесторів або кредиторів.

На цьому етапі компанія звертається в інвестиційний банк, надаючи максимальний обсяг інформації про передбачувану угоду: фінансово-правову інформацію про власну компанію, інформацію та дані процедур due diligence щодо компанії-цілі; прогноз майбутніх грошових потоків; висновок про вартість ці-

льової компанії; відсоток власного внеску у покупку компанії і т. д. Інвестиційний банк перевіряє надану інформацію, за необхідності проводить додаткові оцінні операції.

8. Структурування угоди й вибір механізму фінансування.

Інструменти, використовувані для фінансування угоди, залежать від багатьох деталей і можуть бути різноманітними: вексельні, облігаційні позики, банківські кредити, у тому числі синдиговані кредити і т. д. Вибір конкретних способів залежить від особливостей угоди. Кредити ж, зазвичай, видаються на строк від трьох до п'яти років. При цьому висувається низка вимог, наприклад, позикові кошти повинні бути використані чітко у визначених цілях, а майно компанії, що здобувається, і компанії покупця не може бути передане в заставу третім особам, за винятком інвестиційного банку. На першому етапі може надаватися бридж-фінансування, яке потім рефінансується, наприклад, через випуск облігаційних позик.

9. Укладання угоди і її фінансування.

На цьому етапі відбувається оплата й перехід прав власності на активи компанії-цілі до покупця.

Аналіз джерел [1; 5; 6; 9] дозволив нам виділити такі переваги LBO-фінансування для сучасних українських реалій:

- відсутність необхідності відволікання додаткових засобів з операційної діяльності компанії;
- диверсифікованість ризиків;
- можливість швидкого розвитку бізнесу при адекватній оцінці ризиків;
- переваги в оподаткуванні, пов'язані з борговим фінансуванням (витрати на сплату відсотків за кредитом зменшують базу оподаткування підприємства);
- відсутність розкриття інформації (у порівнянні із залученням акціонерного капіталу шляхом виходу на біржу або боргового – шляхом розміщення облігаційної позики);
- фіксована ставка за користування кредитом забезпечує високу прибутковість угод.

Однак сьогодні є і значні недоліки у використанні LBO-фінансування: у сучасних українських реаліях LBO-фінансування поки що виступає як проміжне фінансування, тому борг може бути підданий реструктуризації; нерозвиненість ринку, висока вартість фінансування в порівнянні зі світовим досвідом; досить висока вартість організації угоди.

Незважаючи на порівняно високі ризики, організація LBO належить до високоприбуткового бізнесу, і для компаній, що займаються ним, основна проблема полягає в пошуку відповідних цілей для цього фінансування. Дуже складно знайти компанію, купити за повну ринкову ціну на позичені гроші, щоб її баланс витримав додаткове боргове навантаження. 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.

Висновки. Характерними рисами LBO-фінансування є використання покупцем зовнішнього фінансування для купівлі компанії, забезпечення такого фінансування за рахунок активів компанії-цілі та відшкодування боргу за рахунок її грошових потоків, повноцінним суб'єктом такої угоди виступає інвестиційний банк. Щодо підвищення ефективності цих угод, був запропонований 9-етапний механізм її здійснення. Незважаючи на низку значних переваг, розвиток LBO-фінансування на українському ринку стримується низкою таких чинників, як нерозвиненість ринку, висока вартість фінансування в порівнянні зі світовим досвідом, досить висока вартість організації угоди.

Література:

1. Гвардин С. В. Финансирование сделок слияния и поглощения / С. В. Гвардин // Проблемы теории и практики управления – 2005. – № 1. – С. 38–47.
2. Гвардин С. В. Финансирование слияний и поглощений в России / С. В. Гвардин, И. Н. Чекун. – М. : Бинном, 2006. – 195 с.
3. Генске М. Механизмы финансирования слияний и поглощений: международный опыт / М. Генске // Слияния и поглощения. – 2003. – № 9. – С. 88–93.
4. Ендовицкий Д. А. Экономический анализ слияний и поглощений / Д. А. Ендовицкий, В. Е. Соболева. – М. : Кнорус, 2008. – 448 с.
5. Жиленков М. О. Инновации в организации финансирования сделок M&A: мировые тенденции и российские перспективы LBO / М. О. Жиленков // Инновации. – 2007. – № 6. – С. 47–51.
6. Заворотній Р. І. Придбання у борг як ефективний метод залучення капіталу в будівельну діяльність / Р. І. Заворотній // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 3. – С. 150–155.
7. Пятницкая Л. Е. Рынок LBO: Теоретические предпосылки, современное состояние и перспективы // Финансы и кредит. – 2007. – № 36. – С. 27–33.
8. Станков О. С. Особливості діяльності арабських фінансових інституцій на світових ринках / О. С. Станков // Регіональна економіка. – 2008. – № 4. – С. 151–156.
9. Терешкова Н. LBO: и хочется, и колется / Н. Терешкова // Вандербильд. – № 2. – 2009. – С. 66–69.