

Тарасова О. В.

аспірант, старший викладач кафедри

фінансового менеджменту та фондового ринку

Одеського національного економічного університету

м. Одеса, Україна

МЕТОДИ ФІНАНСУВАННЯ НА РИНКУ М & А: МІЖНАРОДНИЙ ТА ВІТЧИЗНЯНИЙ ДОСВІД

Розглядаючи угоди на ринку М & А, неможливо переоцінити роль фінансування при їх проведенні. Вихідним пунктом ініціювання М & А угоди є наявність вільних фінансових коштів компанії покупця, яка ретельно відстежується державними органами різних країн.

Так, у США протягом 10 днів з моменту реєстрації пропозиції про покупку акцій іншої компанії необхідно розкрити джерела фінансування для The United States Securities and Exchange Commission (SEC) - Комісії з цінних паперів і бірж. У Росії Міністерство з антимонопольної політики і підтримки підприємництва (МАП РФ) вправі запитувати інформацію про джерела коштів, необхідних для здійснення угод злиттів і поглинань. Законодавство України визначає злиття і поглинання в якості економічної концентрації, при якій, у разі перевищення певних фінансових показників з боку її учасників необхідно отримати дозвіл Антимонопольного комітету України на її здійснення.

Фінансування угод М & А являє собою вкладення грошових коштів, що спрямовуються на «оплату» злиттів і поглинань.

Основними методами фінансування М & А-угод є:

- 1) позикове фінансування (debt financing),
- 2) фінансування з використанням акціонерного капіталу (equity financing),
- 3) змішане, або гібридне, фінансування (hybrid financing).

Інструментами позикового фінансування є: термінові кредити, револьверні кредити та кредитні лінії, бріджкредити, комерційні папери,

облігації, фінансування з використанням дебіторської заборгованості, договір про продаж / лізинг.

Прикладом найбільшого за сумою револьверного кредиту для фінансування угод злиття і поглинання є наданий у 1998 році корпорації Chrysler кредит для фінансування її злиття з німецьким автогігантом Daimler-Benz. Сума вказаного кредиту склала 500 млн. дол. США [1, с. 851].

Частіше за інших для фінансування угод злиттів і поглинань використовуються строкові і револьверні кредити, але іноді компанії воліють використовувати інші, некредитні джерела. Для фінансування угод злиттів і поглинань компанії можуть використовувати комерційні папери, боргові цінні папери, а також дебіторську заборгованість і здачу активів в лізинг.

Другим методом фінансування угод на ринку М & А є фінансування з використанням акціонерного капіталу. Так за період з 1995 року по 2008 рік близько 40% всього обсягу М & А-угод у світі було профінансовано шляхом обміну акцій [2, с. 15].

У цьому випадку компанії, які вирішили укласти угоду М & А, проводили додаткову емісію акцій, які надалі обмінювалися на акції компаній, що поглиналися.

З використанням цього механізму було здійснено злиття у Російській Федерації ЮКОСу і «Сибнефти»: компанія «ЮКОС» набула 92% акцій «Сибнефти», з яких 20% сплачено грошовими коштами, а ще 72% були обміняні на 26,1% акцій компанії ЮКОС [3, с.1].

Найбільш поширені способи оплати угоди акціями компанії – ініціатора є: нова емісія акцій; викуп акцій у своїх акціонерів; використання раніше викуплених акцій (treasury stock); використання нерозміщених акцій останнього випуску (stock put «on the shelf»).

Необхідно відзначити, що головна відмінність між фінансуванням із залученням позикового капіталу і фінансуванням з використанням акціонерного капіталу полягає в наступному: при використанні акціонерного капіталу кредитор має право і на участь в управлінні компанією, і на частину її

прибутку; при позиковому фінансуванні кредитор отримує тільки право вимоги повернення наданих коштів та відсотків за користування ними [4].

Третім видом фінансування угод на ринку M & A, як вже говорилося вище, є гібридне, або змішане, фінансування. Як зрозуміло з назви, до нього відносяться інструменти, що несуть в собі ознаки як фінансування із залученням позикового капіталу, так і з використанням акціонерного капіталу одночасно.

Інструментами гібридного фінансування є: привілейовані акції, варанти, конвертовані цінні папери, сек'юритизовані кредити і серединне фінансування (mezzanine financing).

Прикладом фінансування угод злиття і поглинання з використанням конвертованих цінних паперів є дії американської компанії AT & T, яка в 2000 році розмістила конвертовані привілейовані акції на суму 5 млрд. дол. США для фінансування поглинання компанії з виробництва кабелю Media One [5, с.17]. Розміщення здійснювалося випуском варантів.

Слід зазначити, що фірми, які випускають облігації з варантами, мають менші розміри і більш високий рівень ризику, ніж фірми, які випускають конвертовані облігації.

Джерелами отримання серединного фінансування зазвичай є венчурні компанії.

Аналіз вітчизняної практики фінансування на ринку M & A показує, що через особливості розвитку вітчизняного ринку цінних паперів спостерігаються зворотні пропорції грошового і паперового фінансування. Відносно невелике число найбільших українських «блакитних фішок», які котируються на вітчизняних біржах, не можуть стати об'єктом поглинання, навіть якщо їх ринкова вартість істотно занижена в порівнянні з потенційною.

У зв'язку з цим переважаючу роль в українській практиці якраз займають грошові джерела. За оцінками експертів, на їх частку до 2010 року припадало до 95% угод.

Так, угода купівлі 50% + 2 акції другої за величиною української металургійної компанії "ІСД" за 1 млрд. дол. США компаніями Російської Федерації, була профінансована ВЕБ в 2010 році.

Аналогічні ситуації відбувалися і у фінансовому секторі України, де в 2010 році було укладено дев'ять угод. При цьому показовою є тенденція продажу дрібних банків (навіть з іноземним капіталом) національним інвесторам: міжнародна фінансова група Platinum придбала «Хоум Кредит Банк», а холдинг СКМ - «Ренесанс Кредит». Решту частки в банку «Форум» та УкрСиббанку їх українські экс-власники продали Commerzbank AG і BNP Paribas відповідно.

І в першому і другому випадку вихід українських акціонерів супроводжувався публічними конфліктами. По суті, українські акціонери скористалися ситуацією і змусили іноземців викупити їхні частки вище ринкової ціни. Національний банк України вимагав збільшити капіталізацію банків, а міноритарні акціонери блокували збільшення капіталу, тим самим загрожуючи підвести установи під санкції НБУ.

Ще однією особливістю фінансування М & А-угод в Україні є ті додаткові зобов'язання, які лягають на поглинаючу компанію або компанію-інвестора, наприклад, виплата кредиторської заборгованості, приведення широкомасштабної інвестиційної програми і т.д. Викликано це в першу чергу тим, що характерним видом операцій злиття і поглинань можна назвати участь у грошових аукціонах і інвестиційних конкурсах.

Наприклад, у 2012 році ДТЕК купив у держави 45,1% акцій Західенерго і 50% Дніпрообленерго. Вартість угод склала 185 млн. євро і 62 млн. євро відповідно. У тому ж році Group DF отримала контроль над 49% акцій Запорізького титано-магнієвого комбінату. Вартість угоди склала 84 млн. євро.

Активність в енергетиці обумовлена черговою хвилею приватизації, за рахунок якої гравці цього ринку або приватизували енергетичні компанії повністю, або збільшували частку в них. Приватизація показала, що даний сектор енергетики в Україні фактично розподілений між декількома основними

гравцями. Так, ДТЕК збільшив свій пакет в таких енергетичних компаніях, як "Західенерго", "Дніпроенерго", "Донецькобленерго", "Крименерго"[6].

Іншим характерним для України видом угод, визначальним механізми їх фінансування, можна вважати акумулювання боргів компанії, що поглинається і конвертацію їх в акції компанії в процесі банкрутства. При певній зацікавленості в поглинанні компанії досить легко порушити процедуру банкрутства, враховуючи значну обтяженість більшості вітчизняних компаній боргами, а потім конвертувати борги в акції. Для втечі від банкрутства багато компаній готові продати наявні в їх власності контрольні пакети акцій інших підприємств.

Як підсумок, слід зазначити, що важливість правильного вибору методу фінансування очевидна, однак, як показують дослідження, компанії, що концентрують свою увагу при укладанні угод М & А виключно на питаннях фінансування, на 15% знижують імовірність успіху операції [7, с.3].

Список літератури

1. Weston, J. Fred, Copeland, Thomas E. Managerial Finance, 9th ed., LA, Academic Press, 1998. - p. 851.
2. Mergerstat Review. - 2001. - p. 15.
3. Бушуєва. Про Чиновники дали добро // Відомості, 15 серпня 2003 р., с.1
4. Тарасова О. В. Факторы, влияющие на увеличение стоимостной оценки компаний в процессе слияния-поглощения / О. В. Тарасова // Новый университет. – Россия, Йошкар-Ола: ООО «Коллоквиум». – 2013. – № 2(24). – С. 10-13.
5. Caplen, B. Deals of the year. Trend-setting and ground-breaking // Euromoney. - February 2000. - p. 17.
6. Кублікова Т.Б. Ключевые факторы привлечения прямых иностранных инвестиций в Украину / Т.Б. Кублікова // Oeconomia, Aerarium, Jus Актуальная тема – 2012. – № 4–5 (05–06) август-октябрь – С. 91-94.

7. Kelly, J., Cook, C., Spitzer, D. Unlocking shareholder value: the keys to success. Mergers & Acquisitions: A Global Research Report, KPMG, November 1999. - p. 3.