

Кехян Лианна Вардановна

студентка

ФГОБУ ВО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»

г. Москва

ВИДЫ ИСТОЧНИКОВ ФОНДИРОВАНИЯ СДЕЛОК M&A И ОПЕРАЦИЙ LBO, MBO

***Аннотация:** автором осуществлен анализ методов и инструментов финансирования сделок слияний и поглощений (M&A). Отдельное внимание уделено операциям выкупа компании с большим кредитным плечом (LBO) и приобретения бизнеса топ-менеджментом организации (MBO). Рассмотрены аналитические данные глобального рынка сделок M&A в качестве подтверждения актуальности данной темы. В результате проведенного исследования была осуществлена сравнительная характеристика внешних источников финансирования сделок слияния и поглощения с указанием достоинств и преимуществ каждого из них.*

***Ключевые слова:** слияния, поглощения, M&A, выкуп топ-менеджментом, выкуп с большим долгом, MBO, LBO, внешние источники, внутренние источники, финансирование.*

Введение.

Бизнес так же, как и любые другие экономические объекты и явления, имеет свой собственный жизненный цикл. Одна из стадий этого цикла – это рост, во время которой активно применяются все стратегии, направленные на расширение бизнеса. Рост, как правило, осуществляется путем использования либо органического (внутреннего) способа, либо неорганического (внешнего). Первый способ достигается через эффективную модернизацию операционной деятельности, создания нового или инновационного продукта, что в последующем приво-

дит к увеличению стоимости активов и (или) захвату большей доли рынка. Второй тип роста – неорганический – реализуется извне, а именно через совершение сделок слияния и поглощения.

Сделки слияния и поглощения (англ. Mergers and Acquisitions, далее – M&A) – это активно растущая тенденция, являющаяся последствием экономической глобализации в рамках усиливающей конкуренции. Несмотря на то, что начало первой волны сделок слияния и поглощения датируется 1897–1904 гг., а на текущий момент протекает уже пятая волна M&A, до сих пор ученые и экономисты не пришли к единой терминологической базе сделок слияния и поглощения [8].

Анализ рынка слияний и поглощений (M&A)

Прежде чем перейти к описанию методов финансирования, можно проанализировать рынок сделок M&A, чтобы понять, какие объемы у рынка слияний и поглощений (рис. 1) [3].

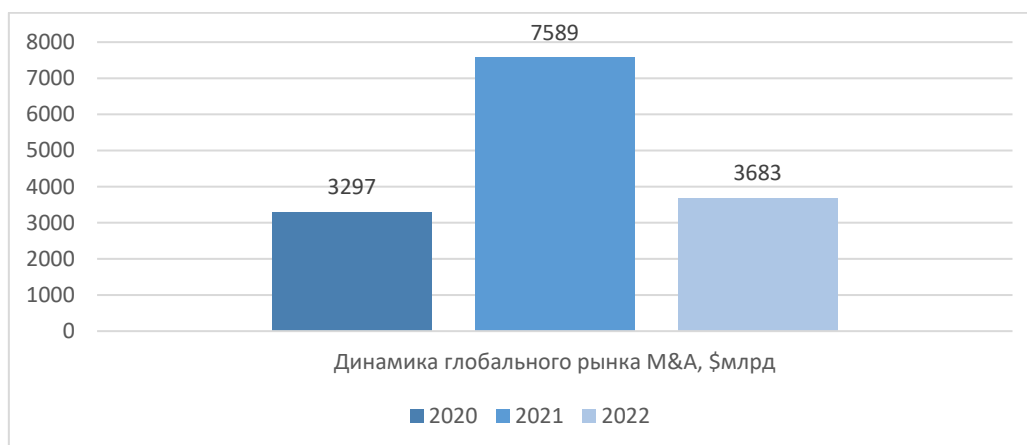


Рис. 1. Динамика глобального рынка M&A, млрд долл.

Как видим, в 2021 году произошёл беспрецедентный скачок объема сделок слияний и поглощений с 3,29 трлн долл. до 7,58 трлн долл., то есть более, чем в 2 раза. Причиной этому стали низкие процентные ставки и резкий рост объема привлечения прямых инвестиций. В 2022 году сумма сделок слияний и поглощений значительно сократилась – до 3,68 трлн долл. (сокращение на 37%). Отдельно динамику изменений объема сделок в 20200 году можно посмотреть также по странам (рис. 2) [3].

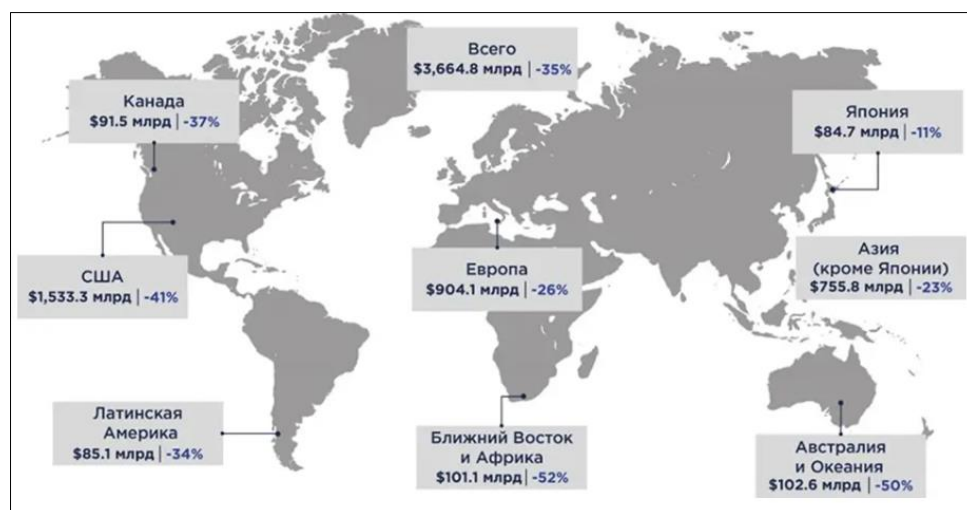


Рис. 2. Динамика изменения глобального рынка M&A в 2022 по странам, млрд долл.

Как видно из рисунка, наибольший упадок объемов сделок M&A произошел в регионах Австралии и Океании, а также Ближнего Востока и Африки – более, чем на половину по сравнению с 2021 годом. В то же время, меньше всего рынок слияний и поглощений пострадал в Азиатских странах, особенно в Японии (снижение на 23% и 11% соответственно).

Методы финансирования сделок M&A, LBO, MBO

Финансирование является важным условием при принятии решения о совершении сделки слияния и поглощения. Как правило, выделяют два типа фондирования: внутреннее и внешнее. Говоря о первом виде, авторы подразумевают самофинансирование. Оно имеет ряд преимуществ, такие как:

- отсутствие необходимости совершения процентных и иных выплат;
- отсутствие необходимости в том, чтобы следовать временным ограничениям;
- нет необходимости в том, чтобы соблюдать высокий уровень прозрачности.

Но в то же время самофинансирование целесообразно применять лишь в том случае, если подобная сделка является разовой и стоимость приобретаемого объекта в разы меньше капитализации компании-покупателя. Более того, выбирая внутреннее финансирование, компания лишается дополнительного дохода от

альтернативного использования ресурсов, направленных на приобретение бизнеса в результате сделки M&A. В совокупности эти факторы приводят к тому, что наиболее популярным и актуальным для представителей бизнеса вариантом по совершению сделки слияния и поглощения являются варианты внешнего финансирования (таблица 1)

Таблица 1

**Инструменты внешнего финансирования при совершении
сделок слияния и поглощения**

<i>Вид внешнего финансирования</i>	<i>Сущность</i>	<i>Преимущества</i>	<i>Недостатки</i>
ИПО	Первичное публичное размещение акций на фондовой бирже. Для проведения ИПО должны быть соблюдены следующие условия: благоприятная экономическая конъюнктура, адекватный уровень развития и регулирования фондового рынка и наличие соответствующей инфраструктуры	1. Способствует привлечению больших сумм денежных средств на длительный срок; 2. ИПО дает возможность обращаться к данному типу финансирования неоднократно. 3. Можно проводить в дальнейшем SPO, доп. эмиссии и др.	1. Сложный и дорогой вид реализации финансирования. 2. Высокие требования к компании-эмитенту. 3. Недоступен для начинающих и небольших компаний (можно использовать DPO)
Обратно подчиняющее слияние	Способ приобретения частной закрытой компанией статуса публичной в результате покупки компании, акции которой котируются на бирже	1. Невысокая стоимость сделки. 2. Сравнительно небольшой срок организации процедуры и получения листинга на бирже: (для сравнения: ИПО – от 1 г., DPO – 7–9 мес., обратное слияние – 3–3,5 мес.)	1. Ухудшение финансового состояния организации в следствие приобретения компании с непогашенной задолженностью. 2. Потеря контроля над составом инвесторов. 3. Высокая трудоемкость оценки компании-покупателя ввиду отсутствия компаний-аналогов
Облигационное финансирование	Один из видов внешнего источника	1. Облигационное финансирование	1. Выпуск облигаций связан с

(похожий тип финансирования – вексельное финансирование)	финансирования, привлекаемый на рыночных условиях путем размещения долговых финансовых инструментов.	позволяет привлечь достаточный объем денежных средств на длительные сроки. 2. Может быть использовано при рефинансировании, например, бридж-кредита	большими затратами времени и средств из-за необходимости подготовки и регистрации проекта эмиссии, привлечения финансовых посредников. 2. Компания должна придерживаться определенных требований по раскрытию информации, что противоречит деятельности непубличных организаций
Финансовый лизинг (возвратный лизинг)	Особенность возвратного лизинга заключается в передаче собственником имущества лизинговым компаниям, с которыми заключается договор. Согласно договору лизинга, собственник получает значительную часть стоимости актива с сохранением возможности его использования при условии внесения периодических платежей	1. Лизинговое соглашение более гибко, чем кредитное. 2. За лизинг платят из прибыли от использования соответствующего оборудования, и такие платежи не подлежат налогообложению	1. При высокой инфляции лизингополучатель может не выиграть на приобретении оборудования по остаточной стоимости. 2. Дороговизна лизинга по сравнению с банковским кредитом. 3. В случае выхода из строя оборудования лизинговые платежи все равно должны продолжаться в установленные сроки
Венчурные фонды и бизнес-ангелы	Венчурные фонды представляют собой разновидность инвестиционных фондов, деятельность которых направлена на финансирование высокорискованных инновационных проектов и стартапов.	1. Беззалоговый характер и долгосрочность, как правило, 5–8 лет. 2. Для снижения индивидуальных рисков бизнес-ангелы объединяются и	1. Венчурный фонд рискует активами инвесторов, в связи с этим производится тщательный анализ и отбор потенциально подходящих под фондирование и

	В отличие от венчурных фондов, бизнес-ангелы оперируют собственным капиталом, что позволяет финансировать сделки M&A инновационных и технологических компаний напрямую.	финансируют совместно	перспективных в дальнейшем стартапов. 2. Бизнес-ангелы подразумевают непосредственный контроль всех бизнес-процессов
Мезонинное кредитование	Заключается в предоставлении денежных средств без залога с передачей кредитору вторичных прав собственности на активы компании. Финансирование характеризуется как заемный и в то же время как собственный капитал за счет следующего: взамен предоставленных заемных денежных средств кредитор получает ПФИ, варранты, которые в последующем подвергаются конвертации в акции компании по заранее определенной цене и в течение предусмотренного договором периода времени	1. В отличие от акционирования мезонинное кредитование сужает границы акционерного капитала	1. Данный вид финансирования сделок слияния и поглощения сложно реализуем из-за высоких требований оформления и трудностей в структурировании
Привлечение заемных средств (банковский кредит)	Самый популярный внешний источник финансирования сделок слияний и поглощений, когда компания, желающая приобрести другую, обращается в банк для кредита соответствующей суммы	1. Свобода выбора схемы кредитования. 2. Гибкость условий предоставления и возможность их пересмотра при необходимости; 3. Отсутствие налогообложения полученных средств	1. Высокая стоимость привлеченных средств. 2. Предоставляются, как правило, на долгосрочную перспективу. 3. Бизнес становится более уязвимым и зависимым от колебания курса валют, положения кредитора

Как видно из таблицы, вариантов внешнего финансирования сделок слияний и поглощений достаточно много, некоторые из них сходны по своему содержанию, но тем не менее каждый из них имеет свои достоинства и недостатки. В части банковского кредита особенно популярны следующие виды:

- единоразовый кредит (единовременное представление займа);
- кредитная линия (расходование кредитной суммы траншами с лимитированием выдачи (невозобновляемая линия) или задолженности (возобновляемая);
- синдицированный кредит (предоставление займа несколькими банками в установленных долях в рамках одного кредитного договора);
- бридж-кредит (краткосрочный кредит, выдаваемый для покрытия текущих обязательств с учетом того, что в дальнейшем ссуда будет погашена за счет другого ожидаемого структурированного финансирования).

Еще одним источником внешнего финансирования является выкуп контрольного пакета акций (Leveraged Buyout – LBO). Сам механизм данного вида финансирования представляет из себя следующее: компания-покупатель оплачивает 10–30% сделки собственными средствами, остальное предоставляет финансовый институт (инвестиционный банк, страховая компания и др.), при этом в качестве залогового обеспечения могут выступать не только активы и акции приобретающей компании, но и компании-цели. Погашение заемных средств и процентов по ним прогнозируется и осуществляется в зависимости от генерируемых денежных потоков приобретенной компании. Итогом является смещение долговой нагрузки. Схематично механизм работы LBO можно представить следующим образом (рис. 3) [8].



Рис. 3. Схема LBO-финансирования сделок M&A

LBO позволяет диверсифицировать риски, обеспечивая структурирование финансирования сделки M&A:

- краткосрочный кредит сроком до 1 года (бридж-кредит), рефинансируемый в последующем за счет размещения долговых финансовых инструментов;
- долгосрочный кредит сроком до 6 лет, обеспеченный активами или акциями компании-цели;
- субординированные (дополнительные) кредиты в случае недостаточности заемных средств для совершения сделки.

Первоочередностью погашения обладают старшие кредиты. Такой тип финансирования исключает потребность в отвлечении денежных средств из операционной деятельности компании, позволяет сохранить целостность приобретаемого контрольного пакета акций и нивелирует риск наступления дефолта, кроме того, стимулирует ведение бизнеса таким образом, чтобы в максимальные сроки задолженность была погашена.

Зачастую сделки слияния и поглощения при привлечении LBO-финансирования взаимосвязаны с дальнейшим переходом контроля:

- выкуп компании менеджментом (Management Buyout, MBO);
- выкуп компании работниками (Employee Buyout, EBO);
- выкуп компании акционерами (Owner Buyout, OBO);
- комбинированный подход.

Сделки такого типа способствуют плавному выходу собственника из бизнеса, защите от враждебных поглощений, характеризуются быстротой совершения и повышением эффективности управления. В целом, сделки LBO – это большая редкость для рынка, потому они могут реализоваться ввиду нескольких причин, но стоит отметить, что в каждом из следующих сценариев требуется, чтобы приобретенная компания или юридическое лицо были прибыльными и росли:

- желание сделать публичную компанию частной;
- отделить часть существующего бизнеса, продав его;

– передать частную собственность, как в случае со сменой владельца малого бизнеса. Однако обычно требуется, чтобы приобретенная компания или юридическое лицо в каждом сценарии были прибыльными и росли.

Отдельно стоит рассмотреть процесс покупки доли компании собственным менеджментом (МВО). МВО – это один из методов финансирования, в ходе которой управленческая команда компании приобретает активы и операции бизнеса, которым она управляет. МВО привлекательно для профессиональных менеджеров из-за большего потенциального вознаграждения и контроля со стороны владельцев бизнеса, а не сотрудников.

Зачастую такие методы осуществляются в крупных корпорациях, которые хотят продолжить продажу подразделений, не являющихся частью их основного бизнеса, или частными предприятиями, владельцы которых хотят уйти на пенсию. Финансирование, необходимое для МВО, часто является довольно значительным и обычно представляет собой комбинацию долга и собственного капитала, полученного от покупателей, финансистов, а иногда и продавца.

Компании, которые осуществляют сделку слияния или поглощения через МВО-метод, являются достаточно привлекательными для хедж-фондов и инвесторов, которые находятся в поиске высокодоходных активов на перспективу. Как правило, ценные бумаги таких компаний при выходе подобных новостей растут в цене и нередко являются драйвером роста всего национального рынка.

Далее автором было решено составить сравнительную характеристику по всем приведенным видам источников финансирования для определения наиболее оптимальных в том или ином случаях (рис. 4) [9].

	Высокая стоимость	Сложность	Скорость	Обеспечение	Рискованность	Структурирование	Неоднократность применения	Публичная компания	Передача контроля
Самофинансирование	-	-	+	-	+	-	+/-	-	-
IPO-финансирование	+	+	-	+	+/-	-	+	+/-	+
DPO-финансирование	+/-	-	+/-	+	-	-	+/-	-	+/-
Банковское кредитование	+	-	+/-	+	-	-	+/-	-	+/-
Бридж-кредит	+	-	+/-	-	+	-	+	-	-
Венчурный кредит	+	+	-	-	+	-	-	-	+
Облигационные займы	-	-	+/-	+	-	-	+	-	-
Вексельные займы	-	-	+/-	+	-	-	+	-	-
Финансовый лизинг	+/-	+/-	+/-	+	+	-	+	-	-
LBO-финансирование	-	-	+/-	+/-	-	+	+	-	+/-
Мезонинное кредитование	+	+	-	+	-	+	-	-	+
Венчурные фонды	+	+	-	-	+	-	-	-	+
Бизнес-ангелы	+	+	-	-	+/-	-	-	-	+

Рис. 4. Сравнительная характеристика всех видов внешнего финансирования

Таким образом, по итогам проведенного сравнительного анализа, автор пришел к выводу, что все источники финансирования имеют как минусы, так и плюсы для компаний. И если в случае крупных компаний выбор вариантов финансирования более широкий, то для небольших компаний он более точечный. Компании, которые не могут осуществлять фондирование за счет собственных средств, обращаются к заемному капиталу. Также существуют и ситуации, когда в силу каких-либо ограничений, барьеров компании-покупатели не могут привлечь тот или иной способ финансирования сделки. К сожалению, вероятность возникновения таких случаев высока.

При фондировании сделок слияния и поглощения необходимо применение комбинированного подхода и учет отраслевых особенностей функционирования компаний, что позволит повысить структурирование финансирования для дифференциации и нивелирования рисков, связанных с тем или иным источником средств.

Заключение

По результатам анализа глобального рынка была рассмотрена динамика объемов рынка слияний и поглощений 2020–2023. При его рассмотрении автор пришел к выводу, что российский рынок M&A в 2022 году развивался под эгидой антисанкционной политики, когда иностранные компании, покидающие Россию, вынуждены были продавать свой бизнес с большим дисконтом. Мировой рынок M&A по итогам прошлого года показал значительное снижение на

37%. Этому способствуют определенные факторы экономического характера, как рост инфляции и высокие процентные ставки.

Далее были проанализированы как внутренние источники финансирования, так и внешние (вторые составляют больший вес и наиболее популярны на рынке слияний и поглощений). Так, самофинансирование представляет собой идеальный вариант реализации сделок, но достаточно сложно реализуемый, поэтому следовало обратиться к сравнительной характеристике источников внешнего финансирования. Приобретающая компания может оплатить целевую компанию с помощью таких методов, как наличные деньги, свопы акций, долговые обязательства, мезонинное финансирование, собственный капитал, LBO и MBO.

На наш взгляд, метод LBO более разумен, чем использование только одного источника, так как, как можно заметить, главное – дальнейшее правильное управление целевой компанией в связи с тем, что сумма чистых продаж, EBITDA, свободный денежный поток являются основными компонентами реализации этой модели. Тем не менее, примеры LBO редки, и их очень мало. Такие сделки происходят, но финансируются с привлечением банков, с которыми у покупателя хорошие личные отношения. Для компаний, участвующих в организации LBO, это очень прибыльный бизнес. Проблема заключается в поиске подходящих целей для LBO. Средние и малые предприятия, которые потенциально могут быть объектами таких сделок, с точки зрения прозрачности денежных потоков и налоговых рисков вызывают определенные сомнения, поэтому банки вряд ли захотят финансировать такую сделку в полном объеме.

Список литературы

1. Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26.12.1995 №208-ФЗ // СПС КонсультантПлюс [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения: 13.02.2024).

2. О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий: Указ Президента РФ от 16.11.1992 №1392 // СПС КонсультантПлюс [Электронный ресурс]. – Режим доступа:

https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_190/ (дата обращения: 13.02.2024).

3. Broughton K. M&A Likely to Remain Strong in 2022 as Covid-19 Looms Over Business Plans // The Wall Street Journal [Electronic resource]. – Access mode: https://www.wsj.com/articles/m-a-likely-to-remain-strong-in-2022-as-covid-19-looms-over-business-plans-11640255406?mod=article_inline (дата обращения: 14.02.2024).

4. Gaughan P.A. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring / P.A. Gaughan. – New York: John Wiley&Sons, 2020. – ISBN 978-5-9614-1183-6. – 741 p.

5. Evans F.C. Evaluation of companies in mergers and acquisitions: Value creation in the private companies / F.C. Evans, D.M. Bishop. – New York: John Wiley&Sons, 2015. – ISBN 5-9614-0051-4. – 332 p.

6. Reed S.F. The art of M&A / S.F. Reed, A.R. Lajoux. – New York: McGraw-Hill, 2011. – ISBN 5-9615-0015-8. – 958 p.

7. Дамородан А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамородан. – М.: Альпина Паблишер, 2020. – ISBN 978-5-9614-0802-7. – 1316 с.

8. Корпоративное управление: учебник для вузов / С. А. Орехов [и др.]; под общ. ред. С.А. Орехова. – М.: Юрайт, 2023. – 312 с. – ISBN 978-5-534-05902-1 // Образовательная платформа Юрайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://urait.ru/bcode/514968/p.231> (дата обращения: 13.02.2024).

9. Передера Ж.С. Анализ слияний и поглощений: учебное пособие для вузов / Ж.С. Передера, А.В. Федоров. – М.: Юрайт, 2023. – 140 с. – ISBN 978-5-534-14819-0 // Образовательная платформа Юрайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://urait.ru/bcode/520193> (дата обращения: 15.02.2024). EDN SZKFWR

10. Вакула И.М. Особенности понимания сделок «Слияние и поглощение» в современном российском праве / И.М. Вакула, О.А. Цымлянская // Юристъ-правоведъ. – 2017. – №4 (83). – ISSN 1817-7093. – С. 142–146. EDN TBKQRL

11. Галпин Т.Дж. Полное руководство по слияниям и поглощениям: методы и процедуры интеграции на всех уровнях организационной иерархии / Т.Дж. Галпин, М. Хэндон. – М.: Вильямс, 2016. – ISBN 5-8459-0695-4. – 237 с.

12. Зимин, В. В. Основные принципы, оказывающие влияние на стоимость синергетического эффекта / В.В. Зимин // Экономические науки. – 2019. – №177. – ISSN 2072-0858. – С. 89–93. DOI 10.14451/1.177.89. EDN MJCKB

13. Кочкаров Д.Э. методы финансирования слияний и операции LBO, MBO / Д.Э. Кочкаров // Хроноэкономика. – 2021. – №5 (33) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/metody-finansirovaniya-sliyanii-i-operatsii-lbo-mvo> (дата обращения: 15.02.2024).

14. Крылов Д.М. Процессный подход к реализации сделок слияний и поглощений / Д.М. Крылов, Л.П. Чихун // Экономика и предпринимательство. – 2017. – №5–2. – ISSN 1999-2300. – С. 541–547. EDN YSQADX

15. Скворцова И.В. Особенности сделок слияний и поглощений инновационных компаний на развитых и развивающихся рынках капитала / И.В. Скворцова, А.Д. Красовицкий // Корпоративные финансы. – 2018. – №4. – ISSN 2073-0438. – С. 86–98. DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.12.4.2018.86-98. EDN JEHDRM

16. Чадина Е.В. Слияние и поглощение компаний, классификации сделок и методы их оценивания // Журнал прикладных исследований. – 2022. – №7 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/sliyanie-i-pogloschenie-kompaniy-klassifikatsii-sdelok-i-metody-ih-otsenivaniya> (дата обращения: 15.02.2024). – DOI 10.47576/2712-7516_2022_7_3_238. – EDN OEJESY