

УДК 336.64

## ***СОВРЕМЕННЫЕ МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ***

***Кузьмина Ю.В.***

*магистрант,*

*Санкт-Петербургский государственный экономический университет,*

*Санкт-Петербург, Россия*

**Аннотация:** реализация любого проекта требует от компании определенных финансовых средств. А учитывая, что сделки слияний и поглощений представляют собой, как правило, долгосрочные инвестиционные проекты, затраты на них бывают сопоставимы со стоимостью иницирующей такие сделки компании. Поэтому от того, насколько грамотно будут выбраны источники и механизмы аккумулирования и привлечения этих средств, во многом будет зависеть успех реализации всего проекта в целом. А в условиях стремительно меняющейся экономической ситуации в стране и в мире, активного развития финансовых рынков и появления новых финансовых инструментов вопрос финансирования слияний и поглощений приобретает особое значение. В связи с этим в данной статье рассматриваются разновидности и особенности современных методов финансирования сделок слияний и поглощений.

**Ключевые слова:** слияния и поглощения, источники финансирования, методы финансирования, финансовые инструменты, самофинансирование, долговое финансирование, доленое финансирование, гибридное финансирование

## ***MODERN METHODS OF FINANCING MERGER AND ACQUISITION TRANSACTIONS***

***Kuzmina Y.V.***

*master's degree student,*

*Saint Petersburg State University of Economics,  
Saint-Petersburg, Russia*

**Annotation:** the implementation of any project requires the company certain financial resources. And given that mergers and acquisitions represent, as a rule, long-term investment projects, the costs for them are comparable to the cost of the initiating company. Therefore, the success of the project will largely depend on how well the sources and mechanisms of accumulation and attraction of these funds are properly selected. And in the rapidly changing economic situation in the country and in the world, the active development of financial markets and the emergence of new financial instruments, the issue of financing mergers and acquisitions become particularly important. In this regard, this article looks at varieties and features of modern methods of financing mergers and acquisitions.

**Keywords:** mergers and acquisitions, sources of financing, financing methods, financial instruments, self-financing, debt financing, equity financing, hybrid financing

Реализация любого проекта, в том числе и в форме слияний и поглощений (далее - М&А), требует от компании определенных финансовых средств. А учитывая, что сделки М&А представляют собой, как правило, долгосрочные инвестиционные проекты, затраты на них бывают сопоставимы со стоимостью иницирующей такие сделки компании. Поэтому организация финансирования является одной из наиболее значимых, обязательных и в то же время сложных задач реализации подобного рода проектов.

В общем смысле под финансированием сделки М&А понимается обеспечение компании-покупателя необходимыми финансовыми ресурсами для приобретения целевой компании. Вопрос финансирования встает на самых ранних этапах планирования. Так, еще при определении обоснованности сделки М&А как способа дальнейшего развития компании определяется ее потенциальная способность осуществить подобную сделку. А уже позднее

после завершения этапа due diligence (обязательной процедуры всесторонней оценки целевой компании) определяется коридор ее приемлемой цены, и становится возможным достаточно точно определить требуемый объем средств.

Определение необходимого объема финансирования позволяет начать работу по его оптимизации, которая предполагает минимизацию цены привлекаемого для сделки капитала и выбор наиболее подходящих в условиях текущей макроэкономической ситуации и внутренних особенностей участвующих в сделке компаний источников и методов финансирования.

В общем смысле выделяют внутренние и внешние источники финансирования слияний и поглощений (рис. 1). Внутренние источники, как следует из их названия, формируются внутри компании в процессе ее жизнедеятельности и включают в себя чистую прибыль, амортизацию, кредиторскую задолженность, средства от реализации непрофильных активов, различного рода резервы и т.д. Внешними источниками выступают финансовые ресурсы, привлекаемые компанией извне. При этом такие ресурсы могут привлекаться на условиях возвратности, срочности, платности (долговые источники) или же путем эмиссии обыкновенных и привилегированных акций (долевые источники) [6].



Рис. 1 - Классификация источников финансирования сделок М&А

В зависимости от источников финансирования выделяют четыре основных метода финансирования сделок слияний и поглощений: самофинансирование, долевое, долговое и гибридное финансирование (табл. 1)

Таблица 1 - Характеристика основных методов финансирования

Метод финансирования	Характеристика
Самофинансирование	финансирование проекта за счет собственных средств

	компании (чистой прибыли, амортизационных отчислений, резервов и т.д.)
Долевое финансирование	метод финансирования, при котором инвесторы кроме права на получение дивидендов и иных платежей получают право контроля над компанией и право управления
Долговое финансирование	метод финансирования, при котором инвесторы получают право на часть денежного потока (в виде процентных и иных платежей), генерируемого компанией
Гибридное финансирование	метод финансирования, сочетающий в себе элементы как долгового, так и долевого финансирования

Одним из первых методов финансирования сделок слияний и поглощений, который рассматривает компания, является самофинансирование, т.е. использование для реализации проекта внутренних, накопленных в процессе хозяйственной деятельности, источников предприятия.

Выбор данного способа финансирования индивидуален для каждой компании. Безусловными и очевидными преимуществами его являются то, что он не требует каких-либо процентных выплат, не имеет временных сроков, не требует прозрачности бизнеса, а все риски в данном случае ложатся на саму компанию. Однако изымая денежные средства из операционных издержек компании, руководство ограничивает, таким образом, возможности ее натурального роста и расширения, теряет доходы от альтернативного использования данных ресурсов (например, проценты по депозитам), ограничивает ликвидную позицию компании.

В связи с этим многие специалисты сходятся во мнении, что использовать самофинансирование в сделках M&A следует крайне осторожно и лишь в ограниченном ряде случаев. Например, если такая сделка носит разовый характер, а компания-цель имеет стоимость существенно ниже компании, инициирующей сделку [2]. Но в любом случае не стоит забывать, что понесенные затраты не должны ухудшать общего финансового положения компании.

В случае если у компании недостаточно собственных средств для финансирования сделки M&A или существует их более рациональное или выгодное применение, предприятие может выйти на рынок с целью

привлечения дополнительного финансирования. Чаще всего для крупных публичных компаний речь идет о размещении акций на бирже.

Однако IPO (первичное размещение акций) доступно далеко не для каждой компании и не на любой стадии развития. Для выхода на рынок компания должна иметь хорошие финансово-экономические показатели, свидетельствующие о ее росте, отчетность в международных стандартах финансовой отчетности, привлекательный бизнес-план и обоснованную стратегию развития [3]. На практике этот метод доступен только крупным компаниям с высоким уровнем капитализации. Он является крайне сложным и дорогим в реализации. Но позволяет привлечь большие суммы денежных средств на длительный срок.

Третьим наиболее широко применяемым и разнообразным по набору инструментов методом является финансирование сделок слияний и поглощений за счет заемных средств. Среди основных инструментов данного метода выделяют различные виды банковского кредитования (разовые кредиты, кредитные линии, синдицированные кредиты и др.), облигационные и вексельные займы, лизинг.

Банковское кредитование – наиболее традиционный заемный источник финансирования сделок слияний и поглощений. Несомненным преимуществом данного метода является разнообразие его инструментов. По сути, любой заемщик может подобрать наиболее подходящий для себя и соответствующий специфике сделки механизм финансирования. Недостатками банковского кредитования является наличие, как правило, значительного обеспечения (недвижимым имуществом, ценными бумагами, бизнесом), стоимость которого финансовые организации нередко занижают.

Другой известный заемный источник финансирования сделок слияний и поглощений – выпуск облигаций. Облигационный заем по сравнению с банковским кредитованием связан с большими затратами времени и средств. Однако выпуск облигаций позволяет привлечь денежные средства на более длительные сроки и в больших объемах. К тому же в этом случае может быть

использован механизм секьюритизации долга, т.е. средства, полученные от эмиссии облигаций, пойдут на рефинансирование ранее полученных банковских кредитов, как, например, в случае с бридж-кредитованием, получившим в России довольно широкое распространение.

Следующий инструмент долгового финансирования, используемый в целях финансирования слияний и поглощений – выпуск векселей. Так компании могут выходить на вексельный рынок с заранее разработанной на длительный срок программой заимствования [8]. При этом нередко, вексельные публичные размещения используются для подготовки компании к выходу на облигационный рынок [2]. Так привлеченные средства от вексельного размещения в последующем заменяются привлеченными средствами уже от других инструментов, в том числе облигаций. Среди главных достоинств данного метода простота и скорость выпуска. Однако на данный момент ликвидный рынок корпоративных векселей, за исключением «голубых фишек», в России отсутствует.

Следующим инструментом заемного финансирования является лизинг, а именно одна из форм финансового лизинга - возвратный лизинг, при котором собственник продает свое имущество лизинговой компании, а затем заключает с ней договор лизинга на это же самое имущество. Таким образом, он получает большую часть стоимости своего актива, при этом сохраняя возможность пользоваться им, внося периодические платежи лизинговой компании.

Таким образом, как показал анализ различных методов заемного финансирования, каждый инструмент имеет свои достоинства, недостатки и особенности применения. При этом заемные источники могут использоваться как для частичного финансирования сделок слияний и поглощений, так и в объеме, удовлетворяющем практически всю потребность в финансовых ресурсах для проведения сделки. В этом случае, как правило, речь идет о выкупе долговым финансированием, или LBO (leveraged buy-out).

Суть данных сделок заключается в том, что они производятся посредством заемного финансирования. Как правило, при LBO (рис. 2)

компания-покупатель оплачивает 10-30% общей стоимости сделки, а остальная часть предоставляется финансовым институтом, сопровождающим сделку (банком, инвестиционной, страховой компаниями или образованными ими пулами). При этом обеспечением по сделке выступают активы целевой компании, а сами займы погашаются за счет доходов поглощенного актива [7]. Такое смещение долговой нагрузки на компанию-цель отличает финансируемый выкуп от обычного кредитования. При этом покупатель пытается организовать работу компании так, чтобы максимально быстро погасить задолженность по привлеченному кредиту. Для этого менеджеры сокращают расходы фирмы и распродают нецелевые активы.

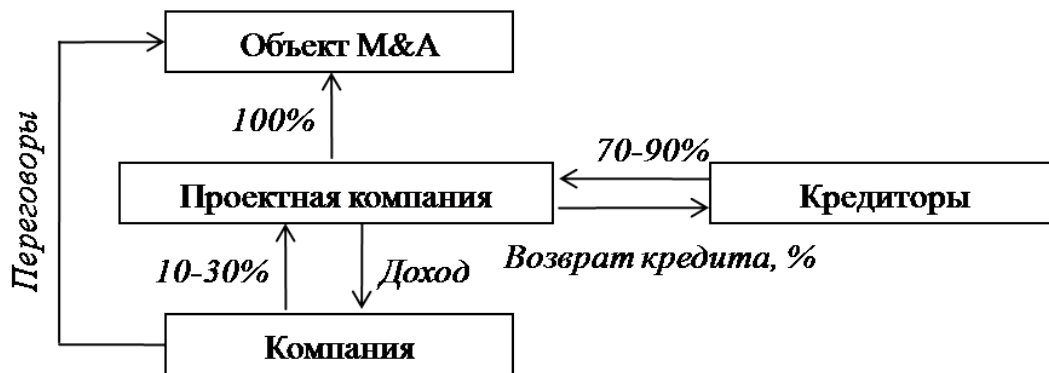


Рис. 2 – Схема финансирования сделок M&A посредством LBO

При этом при всей своей высокорискованности (как правило, посредством LBO приобретаются компании, чьи активы в значительной степени превышают активы компании-покупателя), данные сделки обладают целым рядом преимуществ по сравнению с остальными инструментами долгового финансирования. Так осуществление LBO не требует раскрытия информации. Как правило, сделки выкупа долговым финансированием носят закрытый характер (стороны защищены соглашением конфиденциальности) и финансируются кредитными институтами, с которыми покупатель находится в доверительных отношениях. Кроме того, при LBO не требуется изъятия большого объема оборотных средств, и отсутствует необходимость в консолидации компании-цели с основным бизнесом покупателя [4].

В целом финансирование сделок M&A за счет заемных средств предлагает широкий ассортимент инструментов, которые, несмотря на свои

различия, имеют одну общую черту – необходимость регулярных выплат (будь то проценты по кредитам, купоны по облигациям или ежемесячные платежи лизинговой компании). Поэтому прежде, чем прибегать к такому способу финансирования компания должна определиться, как она будет использовать данные средства и окупятся ли ее вложения с учетом всех необходимых выплат.

И, наконец, последний метод – гибридное финансирование. Особое значение в этом смысле имеет один из подвидов данного метода – мезонинное финансирование, представляющее собой необеспеченное долговое финансирование, при котором кредитор также перенимает вторичные права собственности на активы компании [1]. Так с одной, стороны средства, полученные в результате мезонинного финансирования, безусловно, являются заемным капиталом, но в то же время они обладают чертами собственного. Кредиторы в случае с мезонинным финансированием, предоставляя денежные средства заемщику, как правило, взамен получают варранты, производные ценные бумаги, которые впоследствии могут быть конвертированы в акции целевой компании по определенной цене и в течение оговоренного периода времени [1].

Данный вид финансирования занимает промежуточное положение между долговым способом и привлечением прямых инвестиций в компанию [5]. При этом благодаря данному методу преодолеваются определенные недостатки традиционного банковского кредитования (в частности доступ к значительным объемам средств в условиях недостаточного обеспечения) и акционирования, предполагающего большее размытие акционерного капитала компании и более высокую стоимость капитала в целом. Однако наряду с достоинствами данный способ финансирования обладает и рядом негативных особенностей, среди которых дороговизна данного метода, сложность оформления сделок в связи с индивидуальным структурированием каждой из них, а также жесткие требования к управленческой команде, прозрачности и отчетности заемщика [9].



Таблица 2 – Сравнительная таблица основных методов финансирования сделок М&А

	Самофинансирование	Долевое	Долговое	Гибридное
Доступ к «длинным» деньгам	+	+	-	-
Простота	+	-	+	-
Скорость	+	-	+	-
Дороговизна	-	+	-	+
Публичность	-	+	-	+
Разнообразие инструментов	-	-	+	+

Таким образом, финансирование слияний и поглощений является сложным и многогранным процессом, требующим от менеджмента компании особого внимания и комплексного подхода. Современный мировой и отечественный рынок финансовых услуг предлагает огромное количество инструментов для осуществления финансирования сделок слияний и поглощений. При этом выбор конкретного способа финансирования зависит от целого ряда факторов (табл. 2), влияние которых в зависимости от ситуации может либо возрасти, либо, напротив, уменьшиться, а также от целей и задач, которые ставит перед собой компания.

### **Библиографический список:**

1. Воронина И.В., Веслова А.В. Информационное обеспечение поиска объекта и источников финансирования слияний и поглощений // Дайджест-финансы. – 2006. - №11 (143) – С. 40-44
2. Гвардин С.В., Чекун И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России. – СПб.: Питер, 2007. – 192 с.
3. Капранова Л.Д. Финансирование слияний и поглощений // Аудит и финансовый анализ. – 2012. - №1. – С. 242 – 249
4. Маркова Е.Г. Особенности и перспективы развития сделок финансируемого выкупа на российском рынке // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2016. - №12 (294). – С. 58 - 62
5. Ованесова Ю.С. Мезонинное финансирование как новое направление для России // Управленческий учет и финансы. – 2015. - №4 (44). – С. 282 - 294
6. Орехов С.А. Формы и методы финансирования инвестиционных проектов // Статистика и экономика. – 2012. - №2. – С. 70 – 76
7. Пушкин А. Сделки LBO. Новое слово в слияниях и поглощениях // Коллегия. Российский правовой журнал. - 2007. - № 11. - С. 44-47
8. Ребров Р.А. Финансирование слияний и поглощений за счет заемных средств // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2009. - №2. – С. 104 -108
9. Степанова Е.О. Структурирование сделок мезонинного финансирования // Управленческие науки в современном мире. – 2016. - №1. – С. 170-183