

УДК: 338.212.104

О.І. Рогач, В.В. Македон, А.Д. Капустін

СТРУКТУРИЗАЦІЯ ТА ФІНАНСОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УГОД ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ ТНК

Стаття розглядає питання визначення ефективного способу фінансування угод злиттів та поглинань ТНК і розробки структурного сценарію проведення якісної інтеграційної угоди з використанням процедури «due diligence».

The article examines the question of determination of effective method of financing as for transactions about TNC mergers and acquisitions and developments of structural scenario of realization for high – quality integration transaction with the use of procedure of «due diligence».

Ключові слова: транснаціональна корпорація, злиття та поглинання, акціонерний капітал, фінансове забезпечення, структуризація угоди, процедура «due diligence», тобто належної старанності при проведенні юридичних, фінансових, податкових тощо експертиз.

Відповідно до теорій стратегічного управління будь-яка компанія має два принципових варіанта стратегії зростання: придбання зовнішньої структури чи самостійний розвиток. При чому в кожен певний момент часу економічний суб'єкт обирає, який із варіантів буде оптимальним. Основною метою об'єднувачого процесу є створення стратегічної переваги за рахунок приєднання та інтеграції нових елементів бізнесу, що повинно бути більш ефективним, ніж їх внутрішній розвиток у рамках організації.

Останнім часом намітилися тенденції до посилення процесів злиттів та поглинань в економіках як провідних країн світу, так і країн із перехідною економікою, що проявляється у постійному збільшенні вартості угод.

Водночас в умовах глобалізації, що невпинно зростає, та активізації процесів руху міжнародного капіталу, розвитку нових ринків питання структуризації угод злиттів та поглинань, а особливо вибір правильного та ефективного способу фінансування таких угод набуває все більшої актуальності та значущості для економічної діяльності ТНК (транснаціональних корпорацій).

Серед наукових здобутків в галузі корпоративних угод злиттів та поглинань слід виділити роботи таких відомих зарубіжних та вітчизняних вчених, як: Д. Ахарона, У. Баффета, Т. Галпіна, Д. Демафіліса, Р. Йозефа, С. Картрайта, Д. Кінга, О. Рогача, Ф. Траутвейна, М. Хендона, Р. Шонберга.

Але при цьому все ще недостатньо дослідженими залишаються питання поєднання структурних та фінансових складових інтеграційних угод ТНК, визначення принципових етапів реалізації таких угод, виявлення головних причин та помилок неефективних процесів та наслідків реалізації корпоративних інтеграцій у середовищі ТНК.

Метою статті є визначення головних причин неякісної реалізації угод злиттів та поглинань, що допоможуть визначити правильну та ефективну схему структуризації та реалізації інтеграційної угоди для ТНК, а також виявлення оптимальних схем фінансування угод злиттів та поглинань із метою недопущення зниження вартості акціонерного капіталу компанії-покупця та збереження добробуту її акціонерів.

На думку авторів, слід детально розглянути моменти, які перешкоджають ефективному здійсненню процесів угод злиттів та поглинань і не сприяють перетворенню подібних процесів на інструмент, що дозволяє підвищити конкурентоспроможність економічної системи.

Якщо звернутися до робіт зарубіжних авторів, то можна помітити, що в них часто робиться акцент на низькій ефективності угод злиттів та поглинань. Наведемо деякі дані, які відображають складність і непередбачуваність процесу об'єднання компаній і показують найбільш гострі, проблемні моменти в здійсненні угод. Так, за даними «Mergers & Acquisitions Journal», 61% усіх угод злиттів та поглинань компаній не окупувають вкладених у них коштів, а дослідження 300 злиттів, які відбулися за перше десятиріччя XXI ст., проведене консалтиговою компанією «PriceWaterhouse», показало, що 57% компаній, які утворилися в результаті злиття або поглинання, відстають за показниками свого розвитку від інших аналогічних представників ринку і змушені знову розділятися на самостійні корпоративні одиниці [11].

Майже у 70% випадків злиття, враховане в базі даних консалтингової компанії «McKinsey», не призвело до бажаної синергії прибутків. За результатами досліджень, компанії, що зливаються, в середньому втрачали від 2 до 5% загального числа своїх клієнтів. Тільки у 60% випадків при проведенні злиття вдавалося досягти запланованого рівня зниження витрат, проте майже в кожному четвертому випадку можливість скоротити витрати переоцінювалася, принаймні на 25%. Такий прорахунок при оцінці компанії, що поглинається, надалі міг призводити до помилки ціною в 5-10% від загальної вартості компанії [10]. На думку експертів, команди, що проводили угоду, часто спрощували і занадто поверхнево оцінювали стійкість очікуваних синергетичних ефектів і необхідний для їхньої реалізації час.

Підсумком невдалих для покупців угод переважно виявлялося придбання додаткових вигравів продавцями, оскільки часто при злитті компаній велика частина створеної акціонерної вартості діставалася не покупцям, а продавцям. Покупці віддавали продавцям усю додаткову вартість, яка утворювалася в результаті злиття або поглинання, у вигляді премії, а вона зазвичай складає від 10 до 35% ринкової вартості компанії, що купувалася, до оголошення угоди [8].

За оцінками авторів із США Т. Дж. Галпіна і М. Хендона, лише в 23% випадків поглинання виправдовували понесені на них витрати. У поглинутих компаніях 47% топ-менеджерів звільнялися впродовж року після угоди, а 75% — протягом трьох років. У 70% випадків не досягався запланований синергетичний ефект від об'єднання. Топ-менеджери оцінювали результати компаній, що об'єдналися, як посередні [2].

Нарешті, можна навести оцінку У. Баффета, одного з найавторитетніших представників фінансового ділового співтовариства. На його думку, «найбільші поглинання демонструють просто кричуще порушення балансу: з одного боку, вони є золотим дном для акціонерів компанії-покупця, вони збільшують дохід і статус керівництва компанії, вони просто «горщик меду» для інвестиційних банкірів й інших професіоналів з обох боків. Однак, з іншого боку, вони, на жаль, зазвичай зменшують добробут акціонерів компанії, що поглинається і часто дуже значно. Це відбувається тому, що для покупця цілком типова ситуація – віддавати велику внутрішню вартість, ніж отримувати» [1, с. 159].

Таким чином, ефективність значного числа угод у сфері злиттів та поглинань виявляється низькою і не приводить до очікуваного результату. Але які ж причини обумовлюють невисоку ефективність процесів злиттів та поглинань? Автори вважають, що зазвичай виникають такі причини невдач у сфері злиттів та поглинань:

- неправильна оцінка поглинаючою компанією привабливості ринку або конкурентної позиції компанії, що поглинається;
- недооцінка розміру інвестицій, необхідних для здійснення угоди зі злиття або поглинання компанії;
- помилки, допущені у процесі реалізації угоди зі злиття;
- невдала розробка стратегії злиття;
- недостатньо ретельне опрацювання окремих аспектів угоди;
- переплата за компанію, вже оцінену ринком;
- відсутність зацікавленості персоналу;
- несумісність корпоративних культур.

Доцільно зупинитися дещо детальніше на деяких типових проблемах, що виникають у процесі злиття компаній. Зокрема, на особливу увагу заслуговують питання, пов'язані із забезпеченням постінтеграційних процесів і з людським фактором, а також фінансові аспекти здійснення угод.

У сучасній літературі саме несумісність корпоративних культур, що проявляється в постінтеграційний період, фахівці називають однією з головних причин невдач багатьох злиттів та поглинань. Можна навести деякі кількісні дані, що відобрають гостроту цієї проблеми. Так, опитування 190 виконавчих директорів й інших топ-менеджерів, які брали участь у великих угодах із поглинання компаній, показав, що саме несумісність корпоративних культур здебільшого, виявлялася однією з головних причин невдач багатьох угод. Майже аналогічні результати дало дослідження, проведене ще в 90 рр. ХХ ст. аудиторською фірмою «Coopers & Lybrand». Було встановлено, що 85% топ-менеджерів, які брали участь у сотні невдало здійснених злиттів та поглинань, заявили про відмінності в управлінській практиці як про головну причину невдач. В огляді Британського інституту менеджменту також згадувалося про недооцінку труднощів, що виникають при злитті двох корпоративних культур [7]. Нарешті, під час дослідження, проведеного консалтинговою компанією «A.T. Kearney», було проаналізовано 155 угод злиттів та поглинань у різних галузях і зроблено висновок, що в більшості випадків причиною невдач став саме «людський фактор» [12].

На наш погляд, в умовах не лише західної, але і вітчизняної економіки людський фактор принциповий для успішного (чи неуспішного) здійснення угод. Крім того, коли говоримо про злиття та поглинання як про механізм передачі власності в руки ефективних власників, тобто механізм, що повинен сприяти зростанню конкурентоспромож-

ності економічної системи, то людський фактор виявляється особливо значущим. Саме від менталітету, моральних норм людей залежить ступінь поширення неетичних моделей поведінки при злиттях і поглинаннях у середовищі ТНК. Водночас людський фактор – це не єдиний фактор, що впливає на успіх (чи неуспіх) здійснюваних угод, що здійснюються. Багато що зумовлюється вибраними технологіями реалізації процесу злиття компаній. Часто ще одною причиною неуспіху в здійсненні угод злиттів та поглинань фахівці називають фінансові аспекти реалізації угод [3; 5].

Вважається, що однією з причин невдач злиттів та поглинань є готовність вищих менеджерів переплачувати за покупку. Менеджмент часто переслідує так званий «синдром переможця», який підштовхує до здійснення угоди попри все. Для придбання компанії-мети у такому разі нерідко притягуються значні додаткові позикові фінансові ресурси, що надалі виявляється дуже складно повернути. Виникає своєрідна «мода на злиття», за якою люди ідуть так само, як і купуючи одяг або комп'ютерні ігри.

Особливої уваги у зв'язку з цим у зарубіжній практиці заслуговують методи здійснення угод із використанням механізмів боргового фінансування. Використання позикових засобів було особливо популярним у 80-х рр. ХХ ст. Проте багато які з досконалих на той період угод закінчилися невдало. Так, приблизно половина «угод року», представлених з 1985 по 1990 рр. у журналі «Fortune», вже на початок 90-х рр. закінчились банкрутством [4, с. 158].

Необхідно зазначити основні етапи здійсненні угод злиттів та поглинань на світовому корпоративному ринку і виділити ті моменти в здійсненні угоди, які принципові для успішності цього процесу з погляду інтересів не лише власників, але і суспільства в цілому.

Автори вважають, що багато проблем, пов'язаних із низькою ефективністю угод зі злиття і поглинання компаній, можна вирішити через ретельну оцінку вартості компанії-мети і можливих синергетичних ефектів, здійснення глибокого «due diligence» проекту, правильну побудову переговорного процесу, уважне ставлення до юридичних питань, грамотно розроблену стратегію розвитку після злиття [9]. Успіх залежить від усіх сторін, що беруть участь у здійсненні угоди, і не лише продавця і покупця, але і від співробітників, що супроводжують угоду: юристів, аудиторів, податкових консультантів, фінансового консультанта, який координує усі етапи здійснення угоди з купівлі компанії (рис. 1.).

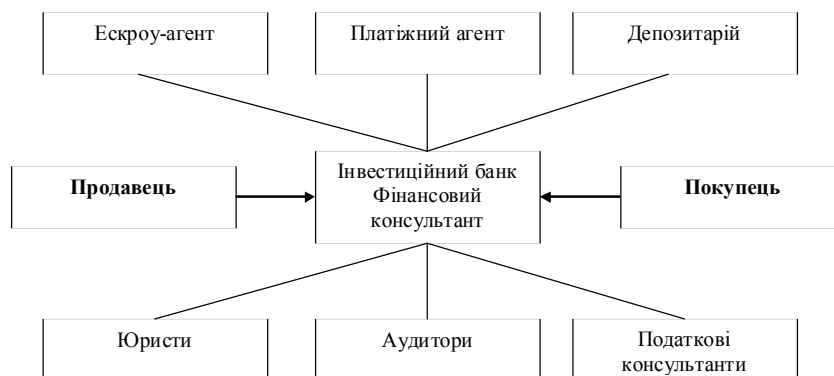


Рис. 1. Основні учасники угод корпоративних злиттів та поглинань (склали автори)

Здійснення угоди зі злиття або поглинання проходить декілька основних етапів:

- аналіз об'єкта угоди і переговори;
- структуризація угоди;
- «due diligence» (фінансова, юридична, податкова й інші перевірки);
- виконання угоди.

На стадії аналізу об'єкта угоди оцінюються вартість бізнесу, можливі ризики здійснення угоди, передбачуваний синергетичний ефект. Під час переговорного процесу узгоджується ціна угоди, здійснюється зниження ризиків за допомогою структуризації угоди, надаються додаткові гарантії сторонам, що беруть участь у купівлі-продажу об'єкта.

На стадії структуризації угоди (рис. 2) розробляється фінансова стратегія угоди, здійснюється залучення інвестицій, розробляється структура угоди, проводиться переговорний процес і відбувається юридичне оформлення угоди.

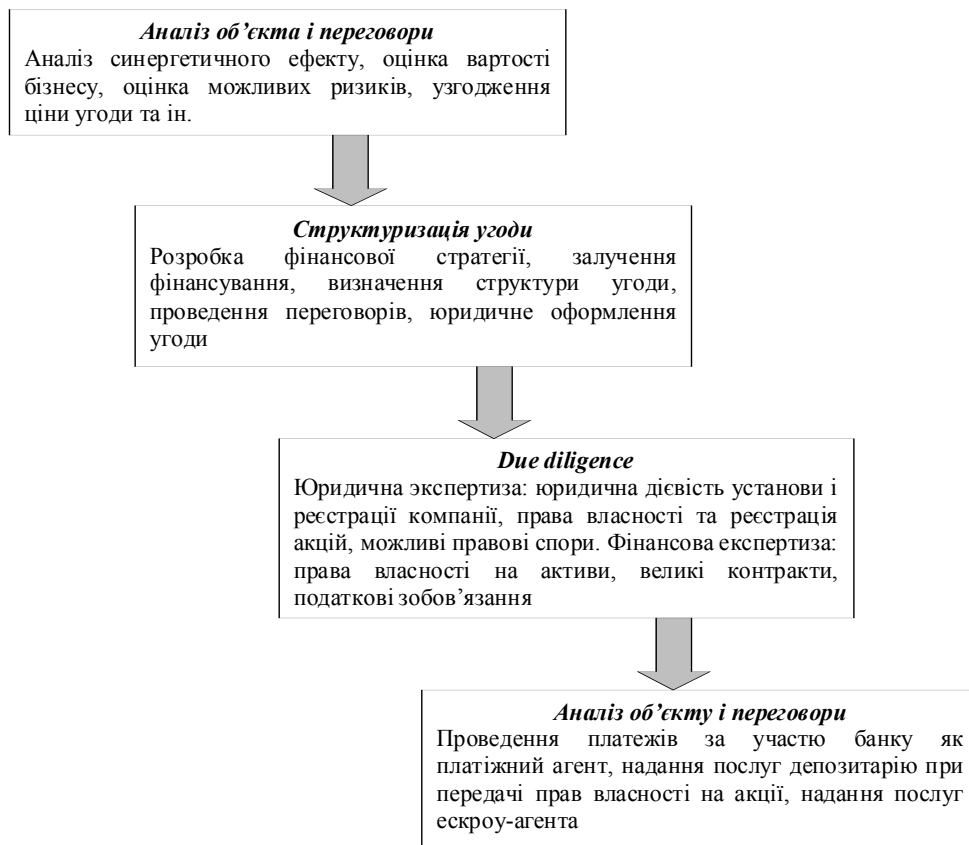


Рис. 2. Основні етапи угоди злиття і поглинання (склали автори)

У разі успішного здійснення процесу структуризації угоди відбувається процедура «due diligence», під час якої на основі формування загальної картини про об'єкт здійснюваної угоди оцінюються потенційні ризики. Такі ризики можуть бути пов'язані з наявністю порушень законодавства при приватизації компанії, використання тих або інших схем оптимізації податкових платежів; з відсутністю необхідної реєстрації прав власності, наявністю у компанії зобов'язань, незафіксованих в її звітності і т.ін. [6]. Для мінімізації подібних ризиків проводиться правова експертиза реєстрації компанії, набуття прав власності і реєстрації акцій, аналізуються правові спори, оцінюються великі контракти і можливі податкові зобов'язання.

На завершальній стадії відбувається, власне, завершення угоди за участю банку як платіжного агента, проводяться платежі, для передачі прав власності надаються послуги депозитарію, надаються послуги ескроу-агента (ескроу-агент — незалежна третя особа, яка виконує доручення лише після виконання поручителем обумовлених умов.).

При структуризації і фінансуванні угод використовуються різноманітні схеми. Саме тут, на наш погляд, виникає один з принципових моментів, що впливає на злиття і поглинання з погляду забезпечення їхньої громадської ефективності. У процедурі здійснення угоди з придбання компаній в нашій країні і за кордоном існують значні відмінності.

При здійсненні угод зі злиття і поглинання компаній і у нас, і за кордоном акцент робиться на питаннях залучення фінансових ресурсів, мінімізації оподаткування, розглядається можливість використання механізмів боргового фінансування. Зазвичай детально аналізуються різні технічні аспекти надання кредиту для придбання компаній, зокрема такі питання, як визначення розмірів кредиту, розмірів винагороди, що виплачується банку-кредитору за послугу, можливості довгострокового погашення позики, штрафні санкції за порушення умов позики, забезпечення кредиту, порядок використання наданих фінансових ресурсів і т.д.

Здійснення процедур злиття і поглинання компаній можливе за рахунок використання декількох механізмів здійснення угоди: купівлі активів компанії; купівлі акцій компанії, що володіє активами; злиття покупця з компанією, що поглинається.

З погляду мотивів мінімізації оподаткувань, в зарубіжних країнах придбання безпосередньо активів компанії буває пов'язано з виникненням низки проблем. При купівлі активів виникає необхідність виплачувати значні податкові платежі, тобто на відміну від угод з акціями усі операції з активами підлягають оподаткуванню. Окрім проблеми високого оподаткування при придбанні активів можливі складнощі, пов'язані з необхідністю залучення значних фінансових ресурсів для здійснення угоди, переукладення деяких контрактів, отримання згоди третьої сторони на здійснення угоди.

Очевидно, через названі вище причини при здійсненні злиттів та поглинань інвестори ширше використовують механізм купівлі акцій. При поглинанні компанії шляхом придбання акцій теж виникає необхідність узгодження прийнятності угоди з кожним з акціонерів компанії. Крім того, угоди з акціями через певний час після об'єднання можуть погіршити режим оподаткування для компанії-покупця, але у момент самого злиття все-таки можливі значні податкові пільги. До того ж, у багатьох випадках можна здійснити безподаткове проведення угоди. Зокрема, це реально тоді, коли акції однієї

корпорації пропорційно обмінюються на акції іншої корпорації або коли активи однієї корпорації пропорційно обмінюються на акції іншої корпорації.

У результаті за кордоном досить типовою є наступна схема купівлі акцій. При типовому безподатковому поглинанні компанія А може володіти контрольним пакетом акцій компанії В, що купується корпорацією С. При виконанні угоди компанія А передає акції компанії В корпорації С в обмін на голосуючі акції останньої. З такої угоди не стягуються податки, оскільки компанія А в результаті угоди не отримує ні прибутків, ні збитків.

— Перевага такої угоди полягає в тому, що при участі в угодах, вільних від сплати податків, у продавця з'являється можливість обміняти акції поглиненої корпорації на акції покупця без негайного визнання прибутку. У результаті стягування податків із такої операції відкладається до моменту, коли акції поглиненої компанії будуть продані. Доцільність у такому механізмі здійснення угоди визнається і покупцем. Для придбання компанії йому можна не використовувати власні фінансові кошти або позиковий капітал. Таким чином, з погляду фінансового механізму здійснення угоди принциповими моментами для інтеграційної практики виявляються:

- обґрунтованість залучення позикового капіталу;
- вибір схеми здійснення угоди, зокрема, ухвалення рішення про купівлю акцій або про купівлю активів. Здебільшого, злиття і поглинання здійснюються через купівлю акцій компанії, яка поглинається, оскільки у такому разі можливе отримання деяких податкових переваг.

Слід зазначити, що, переважно, усі операції, пов'язані із злиттям і поглинанням компаній, навіть у тому випадку, коли використовуються схеми, які дозволяють мінімізувати податкові виплати, здійснюються на території і в межах юрисдикції країн базування компаній, якщо, звичайно, не йдеться про міжнародні угоди.

Таким чином, зробивши аналіз арозесів структуризації угод злиттів та поглинань у середовищі ТНК, слід визначити, що:

1. Менеджмент компанії-покупця при ухваленні угоди злиття зобов'язаний керуватися не показниками масштабу компанії після об'єднання та показниками реалізації угоди під час її структуризації, показниками після проведення процедури «due diligence».
2. Визначено, що однією з особливостей фінансування угод злиттів та поглинань є ті додаткові зобов'язання, які лягають на поглинаючу компанію або компанію-інвестора, як-то 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.
3. Використання якісної та стратегічно визначеної схеми реалізації інтеграційної угоди може надати компанії можливість мінімізації оподаткування на таку операцію, що позитивно відобразиться на вартості акціонерного капіталу та добробуту акціонерів компанії-покупця.

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

1. *Баффет У.* Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / У. Баффет. — М.: «Альпина Паблишер», 2009. — 272 с.; 2. *Галпин Тимоти Дж.* Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний: Пер. с англ. / Тимоти Дж. Галпин, Марк Хэндон. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. — 240 с.; 3. *Демапфилис Д.* Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании: Пер. с англ. / Д. Демапфилис. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. — 960 с.; 4. *Македон В.В.* Наслідки активізації процесів злиттів та поглинань міжнародних компаній на початку XXI сторіччя / В.В. Македон // Культура народів Причорномор'я. — №172. — Т.2. — 2009. — С. 156-160; 5. *Рогач О.І.* Транснаціональні корпорації у світовому господарстві: монографія / О.І. Рогач. — К.: ВЦ «Київський університет», — 2006. — 150 с.; 6. *Aharon D.Y.* Stock market bubble effects on mergers and acquisitions / D.Y. Aharon, I. Gaviols, R. Yosef // The Quarterly Review of Economics and Finance. — 50(4). — 2010. — p. 456-470; 7. *Cartwright S.* Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities / S. Cartwright, R. Schoenberg // British Journal of Management. — 17(S1). — 2006. — S1-S5; 8. Impact of Cross-border Mergers and Acquisitions on Development and Policy Issues for Consideration. — UNCTAD, Geneva, 2009. — 36 p.; 9. *King D.R.* Meta-analyses of Post-acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators / D.R. King, D.R. Dalton, C. M. Daily, J.G. Covin // Strategic Management Journal. — 25(2). — 2004. — p. 187-200; 10. *McKinsey Quarterly* is the business journal of McKinsey & Company. Corporate finance. [Electronic Resource]. — Mode of access: http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate_Finance/M_A; 11. Report of Expert Meeting on Mergers and Acquisitions: Policies Aimed at Maximizing the Positive and Minimizing the Possible Negative Impact of International Investment. — UNCTAD, Geneva, 2010. — 14 p.; 12. *Trautwein F.* Merger Motives and Merger Prescriptions / F. Trautwein // Strategic Management Journal. — 2009. — №11. — p. 283-295.