

**Табахарнюк М.О.**, к. е. н,  
заслужений економіст України  
*Голова наглядової ради компанії «МТ-Інвест»*

## СПОСОБИ ФІНАНСУВАННЯ ОПЕРАЦІЙ ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ У ВІТЧИЗНЯНІЙ ПРАКТИЦІ

### **Табахарнюк М.О. Способи фінансування операцій злиття і поглинання у вітчизняній практиці.**

У статті представлено результати аналізу видів фінансових ресурсів, які можуть використовуватися для забезпечення реалізації угод злиття та поглинання у світовій практиці. На основі теоретичних та власних емпіричних досліджень автором розкрито тенденції та проблеми використання різних видів фінансових ресурсів для фінансування таких угод в українській економіці. Виявлено переваги та недоліки використання в українській бізнес-практиці різних форм боргового фінансування злиттів і поглинань, а саме LBO, банківського кредитування (довгострокового, бридж-кредитування, револьверного кредитування). Охарактеризовано інструменти LBO, які можуть бути використані в Україні. Досліджено особливості часткового фінансування операцій зі злиттів і поглинань, або фінансування з використанням акціонерного капіталу, викупу компанії (MBO, MEBO, EBO, MIMBO). Відзначено, що ефективність постінтеграційного функціонування та розвитку підприємства істотною мірою залежить від вибраного способу та структури фінансування. Зроблено висновок про необхідність знаходження підприємством у кожному конкретному випадку оптимальної структури фінансування угод M&A, яка б сприяла зниженню вартості інвестованого капіталу та збереження грошових потоків компанії на рівні, достатньому для підтримки її сталого розвитку.

**Ключові слова:** реінжиніринг бізнес-процесів, злиття, поглинання, приєднання, боргове фінансування, часткове фінансування, левериджований викуп, бридж-кредитування, довгостроковий кредит, викуп менеджментом, вартість компанії.

**Табахарнюк М.А. Способы финансирования операций по слияниям и поглощениям в отечественной практике.** В статье представлены результаты анализа видов финансовых ресурсов, которые могут использоваться для обеспечения реализации сделок слияния и поглощения в мировой практике. На основе теоретических и собственных эмпирических исследований автором раскрыты тенденции и проблемы использования различных видов финансовых ресурсов для финансирования таких сделок в украинской экономике. Выявлены преимущества и недостатки использования в украинской бизнес-практике различных форм долгового финансирования слияний и поглощений, а именно LBO, банковского кредитования (долгосрочного, бридж-кредитования, револьверного кредитования). Охарактеризованы инструменты LBO, которые могут быть использованы в Украине. Исследованы особенности частичного финансирования операций по слияниям и поглощениям, или финансирования с использованием акционерного капитала, выкупа компании (MBO, MEBO, EBO, MIMBO). Отмечено, что эффективность постинтеграционного функционирования и развития предприятия в существенной мере зависит от выбранного способа и структуры финансирования. Сделан вывод о необходимости нахождения предприятием в каждом конкретном случае оптимальной структуры финансирования сделок M&A, которая бы способствовала снижению стоимости инвестированного капитала и сохранения денежных потоков компании на уровне, достаточном для поддержания его устойчивого развития.

**Ключевые слова:** реинжиниринг бизнес-процессов, слияние, поглощение, присоединение, долговое финансирование, частичное финансирование, левериджный выкуп, бридж-кредитование, долгосрочный кредит, выкуп менеджментом, стоимость компании.

**Tabakharnyuk M.O. Methods of financing mergers and acquisitions in national practice.** The article presents the results of analysis conducted on the types of financial resources that may be used to ensure the practical implementation of mergers and acquisitions around the world. On the basis of theoretical and empirical studies, the main tendencies and crucial problems connected with practical usage of various types of financial resources are analyzed in scope of applicability to such transactions in Ukraine. The advantages and disadvantages of using different forms of debt financing of M&A in Ukrainian business practice, i.e. LBO, bank lending (long-term, bridge-loan, revolving credit) are also revealed. Thorough description of LBO instruments that could be used in Ukraine is provided. The key features of partial funding of M&A activities, or equity financing, buy-outs (MBO, MEBO, EBO, MIMBO) are given. Efficiency of post-integration functioning and development of an enterprise considerably depends on the chosen method and funding structure. The final conclusion points out the need for every company to find an optimal funding structure in each case of M&A, which would help to reduce the investment costs and save the company cash flows at the sufficient level for its sustainable development.

**Key words:** reengineering business processes, mergers, acquisitions, affiliations, debt financing, equity financing, leveraged buy-out, bridge loan, term loan or term credit, management buy-out, cost companies.

**Постановка проблеми.** Невід'ємною частиною сучасної економіки, яка характеризується особливим динамізмом, високим рівнем непередбачуваності, флуктуативності та надзвичайної складності розвитку, є реінжиніринг бізнес-процесів як об'єктивна реакція на зміни зовнішнього середовища. З огляду на це протягом останніх років одним з найпопулярніших і найбільш визнаних способів реінжинірингу, до якого вдається значна кількість успішних глобальних та національних компаній, став процес злиття і поглинання (M&A). Однак ефективність таких угод істотною мірою залежить від правильного вибору джерел їх фінансування, оскільки реалізація цих проектів вимагає дорогих і колосальних фінансових вкладень. При цьому одним з ключових питань є вартість залучених для здійснення угод ресурсів, що може стати істотним бар'єром для досягнення мети. Особливо актуальною є ця проблема для українських компаній з огляду на дефіцит власних коштів на фінансування таких проектів, відсутність ефективно функціонуючого кредитного ринку, високий рівень тіньової економіки, політичну й економічну нестабільність, непрогнозованість валютного курсу тощо. Це й визначило актуальність статті, її мету та основні завдання.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблематика реалізації процесів злиттів і поглинань підприємств є предметом дослідження багатьох зарубіжних та вітчизняних науковців і практиків. Зокрема, злиття та поглинання компаній на глобальному рівні, особливості їх реалізації, структурний аналіз тощо посідають чільне місце у працях С. Башлая [1], Дж. Боуера [2], П. Гохана [3], П. Моросіні й У. Стеджера [4], Г. Филюк [5], К. Фролової та К. Отченаш [6], Д. Хардінга і С. Роувіта [7] та інших вчених. Проблемні питання фінансування інтеграційних процесів, визначення видів можливих джерел фінансування тією чи іншою мірою знайшли своє відображення в наукових доробках Т. Гамми [8], А. Ігнатюк [9], Р. Заворотнього [10], низки інших провідних науковців і власне автора цієї статті. Систематичними стали дослідження у цій царині, які проводяться низкою міжнародних консалтингових, аудиторських, інвестиційних компаній, результатом яких є аналітичні звіти. Ці звіти представляють інтерес з точки зору основних характеристик і результатів угод M&A і носять переважно інформаційно-аналітичний характер.

Водночас питання джерел та структури фінансування угод злиттів та поглинань в Україні залишається досить поверхово дослідженим вітчизняними вченими. Крім того, циклічний характер розвитку економіки, поява інноваційних та інформаційних технологій, що урізноманітнюють не тільки самі процеси злиттів і поглинань, але й форми розрахунків і платежів, потребують нових концептуальних підходів до формування складу і структури джерел фінансування угод M&A за

обмеженості наявних фінансових ресурсів на мікро- і макрорівнях.

**Постановка завдання.** Метою статті є визначення та систематизація видів фінансових ресурсів, які можуть використовуватися для забезпечення реалізації угод злиття та поглинання у вітчизняній економіці.

**Виклад основних результатів.** Злиття і поглинання є сукупністю процесів об'єднання підприємств, у результаті яких на ринку з'являються укрупнені компанії замість декількох меншого розміру. У процесі цих угод відбувається передача корпоративного контролю, включаючи купівлю та обмін активів.

Загальновідомо, що усі джерела фінансування угоди M&A класифікуються на дві великі групи, а саме внутрішні і зовнішні. Внутрішні джерела включають фінансові ресурси, що формуються в процесі діяльності компанії, включаючи чистий прибуток, амортизацію, кредиторську заборгованість, резерви майбутніх витрат, доходи майбутніх періодів. Зовнішніми джерелами фінансування є фінансові ресурси, залучені компанією ззовні. Водночас питання фінансування таких угод не є такими однозначними, як може здаватися на перший погляд. У статті автор спирається не тільки на наявні теоретично-прикладні дослідження цієї проблеми, але й на власний емпіричний досвід, отриманий в результаті активної діяльності на вітчизняному ринку M&A як консультанта.

У вітчизняній практиці використовувалися такі види фінансування угод злиття і поглинання: боргове фінансування (debt financing), або позикове фінансування; часткове фінансування (equity financing), або фінансування з використанням власного чи акціонерного капіталу.

**Боргове фінансування.** Вважається, що наявність вільних фінансових коштів є вихідним пунктом під час ініціювання M&A-угоди. Однак, як правило, компанії не володіють достатніми коштами для фінансування угод зі злиття та поглинання, а тому нерідко вдаються до залучення зовнішніх джерел.

Одним із способів такого виду фінансування угод M&A є LBO (leveraged buy-out – прокредитований викуп, левериджований викуп) – інструмент фінансування, який передбачає придбання контрольного пакета акцій (часток) компанії за рахунок позикових коштів (перш за все банківських кредитів) [1]. При цьому забезпеченням боргових (передусім кредитних) ресурсів є майно компанії, що купується [10, с. 151].

Цей спосіб фінансування угод зі злиття та поглинання набув поширення за рахунок цілої низки переваг для компанії-покупця. Перш за все це менша потреба у власному капіталі або готівкових коштах для придбання цільової компанії. Співвідношення власних та кредитних коштів може становити 30:70.

При цьому, згідно з міжнародними стандартами, найкращим вважається фінансування максимально можливої частки витрат на поглинання за рахунок запозичень під активи та майбутні грошові потоки компанії, що поглинається, доводячи частку власних коштів у вартості поглинання до 5% або навіть нижче. Часто власники компаній (які не займаються оперативним управлінням) навмисно ініціюють свою активність на ринку M&A, вибираючи джерелом фінансування угод кредитні кошти. Такі дії є важливими з точки зору фінансового оздоровлення компанії-набувача, оскільки вони вносять велику кількість змін до управлінської поведінки найманих топ-менеджерів. Іноді останні керують компанією таким чином, аби розширити свої повноваження (контроль та компенсацію) за рахунок власників компанії, акціонерів та довгострокового прибутку. Поглинання з позиковим фінансуванням можуть дисциплінувати таких менеджерів. Високі процентні платежі та платежі у рахунок погашення основної суми боргу часто примушують менеджмент сконцентрувати свою увагу на певних діях, таких як продаж непрофільних активів, скорочення штату та витрат, інвестування у технологічні нововведення, які в іншому випадку могли би бути відкладені або заперечені. За рахунок позикового фінансування вирішується і потенціал дуже високого ROE.

В Україні як інструменти LBO можуть розглядатися насамперед банківські продукти: фінансування угоди може структуруватися у формі довгострокових кредитів або бридж-кредиту на півроку-рік із подальшим рефінансуванням за рахунок банківських кредитів, облігацій, синдикації чи комбінацій різних інструментів. Іноколи зустрічається й така форма позикового фінансування, як револьверні (відновлювальні) кредити, але вона не поширена на українському ринку M&A.

**Довгостроковий кредит** (term loan or term credit) – борговий контракт, за яким позичальник зобов'язується регулярно виплачувати кредитору в установлені терміни внески для погашення боргу та відсотків. Як правило, кредиторами стають комерційні банки або синдикат банків залежно від суми позики. Для банків у таких випадках важливо також поділяти ризики по угоді, тому домовитись про угоду із синдикатом фінансових установ може бути простіше, ніж з одним банком. Термін надання довгострокових кредитів може становити 2–15 років, але найчастіше такі кредити надаються на 3–7 років під забезпечення грошових потоків чи основних засобів компанії, що купується або частково компанії-покупця. Відмінними рисами такого інструмента позикового фінансування є швидкість залучення коштів та відносно низька вартість обслуговування боргу.

**Бридж-кредитування** (bridge loan) надається компаніям для здійснення негайного короткострокового фінансування операції. Іноколи таке фінан-

сування називають проміжним. Якщо є можливість після купівлі вивести компанію на публічні боргові ринки, то з'являється можливість знизити вартість боргу, збільшити строки фінансування. Однак за надання такого бридж-фінансування необхідно розуміти можливі інструменти для рефінансування (облігації, CLN тощо), щоб не опинитися перед труднощами розміщення таких паперів.

**Револьверний кредит** (revolving credit) – це кредитна лінія, яка часто використовується великими компаніями та надається зазвичай під забезпечення короткострокової дебіторської заборгованості та товарних запасів компанії. При цьому під час відкриття цього кредиту або кредитної лінії працівники банку-кредитора проводять оцінку цих активів компанії та встановлюють ліміт кредитування, а згодом відстежують стан активів, що виступають забезпеченням. Компанії вдаються до револьверних кредитів у тих випадках, коли не можуть отримати звичайний банківський кредит та намагаються використовувати отримані кошти на короткострокові потреби. Головна перевага револьверного кредиту полягає в тому, що він може бути повернутий в будь-який момент часу та має поновлюваний характер.

Але вітчизняні кредитні установи не завжди охоче йдуть на угоди із LBO. Головною перешкодою тут є непрозорість як грошових потоків, так і структури акціонерів українських компаній. У процесі фінансування придбання банк бере на себе ризик активу, який купується. Якщо акції та грошові потоки, що генеруються цільовою компанією, приймаються як забезпечення, банк повинен чітко бачити походження та рух цих потоків. Проте звичайною практикою багатьох компаній протягом довгого часу було показувати мінімальний, нульовий або мінусовий прибуток. У цьому випадку важко спрогнозувати майбутній прибуток та зрозуміти, яким чином будуть обслуговуватися борги.

Слід відзначити, що боргові цінні папери (облігаційні позики) для LBO в Україні майже не використовуються. Це неможливо з таких причин. З одного боку, інвестори, купуючи облігації, не готові брати транзакційні ризики. Такі інвестори не мають достатнього досвіду, аби оцінити ризик тієї чи іншої структури. З іншого боку, всі угоди зі злиття та поглинання відбуваються в умовах різного ступеня конфіденційності, яка не дає змогу виносити цю угоду на огляд ринку й витратити близько трьох місяців на підготовку проспекту емісії облігаційної позики. Інвесторам, що інвестують в облігації, потрібно чітко бачити наявні грошові потоки компанії. Облігації можна випускати тільки на прозору велику компанію з бездоганною публічною борговою історією, з прозорими грошовими потоками, які достатні для обслуговування наявного чи додаткового боргу. До того ж розмір позики має бути достатнім для створення ринку цих облігацій та їх ліквідності. Так, угода може бути профінансована й



за рахунок облігаційного займу, якщо покупець емітує боргові цінні папери під грошові потоки власного бізнесу. Але це вже будуть його власні кошти, які він може спрямувати на купівлю активів разом із кредитами банку. Облігації, як правило, не забезпечуються заставами та активами, тому коли вивчається можливість розміщення облігацій, інвестори мають чітко бачити грошові потоки, що будуть достатніми для погашення цих паперів із деяким резервом. Варіантом використання облігаційного займу є рефінансування проміжних кредитів на купівлю цільової компанії вже після закриття угоди.

Серед некредитних джерел фінансування угод із поглинання можна назвати лише векселі – незабезпечені цінні папери, випуск яких здійснюють переважно великі стабільні компанії, оскільки вартість залученого капіталу визначається перш за все кредитним рейтингом компанії, що їх випускає. Найчастіше вартість цього виду фінансування є нижчою від вартості банківських кредитів. Векселі гарантують досить низький рівень доходу, випускаються строком від 2 до 270 днів та є одними з найбільш популярних інструментів короткострокового фінансування M&A-угод. Окрім низької вартості, вони гарантують досить швидкий доступ до фінансових ресурсів, а питання швидкості розрахунків по угоді є ключовим на завершальних етапах здійснення M&A-угод, тому недотримання термінів може привести до їх зриву. Слід зазначити, що сьогодні не всі описані інструменти доступні в Україні у класичному вигляді, однак це перспектива найближчих 10–15 років.

Зазвичай багато хто із теоретиків та практиків ринку M&A стверджує, що типовим покупцем, який формує фонд «важливого» викупу (LBO) для покриття вартості купівлі (головним чином за рахунок позики під активи та майбутні грошові потоки компанії, яка купується), є фінансовий інвестор. Стратегічний покупець зазвичай накопичує власні грошові ресурси на свою програму поглинання та шукає найприйнятніші варіанти щодо їх вкладення протягом тривалого часу. Стратегічний покупець досить часто діє в межах інституціональної, корпоративної структури, для якої повномасштабне стратегічне планування є елементом культури. Причому часовий горизонт планування стратегічного інвестора може складати 5–10 років. Тому вони майже не використовують позикові кошти. Хоча бувають винятки, коли навіть стратегічні покупці працюють паралельно з фінансовими інвесторами.

Однак за всіх позитивних моментів, які має LBO, існують також і ризики. Фінансові труднощі та непередбачувані події, такі як, наприклад, рецесія, девальвація валюти, судовий процес або зміни в регулятивному середовищі, можуть ускладнювати виплату відсотків за графіком, порушувати умови боргових зобов'язань чи призвести до повної ліквідації компанії. Слід зазначити, що механізм фінан-

сування за схемою LBO підходить далеко не для всіх об'єктів злиття чи поглинання. Їх бажано здійснювати в уже сформованих компаніях, що мають значний потенціал для розвитку та власну історію формування стабільних грошових потоків.

**Часткове фінансування, або фінансування з використанням акціонерного капіталу.** Сутність цього методу фінансування угод M&A полягає в тому, що компанії, які вирішили укласти угоду M&A, проводили додаткову емісію акцій, які в подальшому обмінювалися на акції компанії, яка є об'єктом злиття чи поглинання. Наприклад, такий обмін акціями мав місце під час об'єднання металургійних активів «Смарт-Холдингу» та компанії «Метінвест».

Найбільш поширеними заходами оплати операції акціями компанії-набувача можна назвати нову емісію акцій, викуп акцій у своїх акціонерів, використання раніше викуплених акцій (treasury stock) та використання нерозміщених акцій останнього випуску – акцій, що знаходяться «на полиці» (stock put “on the shelf”).

Головна відмінність між фінансуванням із залученням позикового капіталу та фінансуванням із використанням акціонерного капіталу полягає в тому, що в другому випадку кредитор має право на участь в управлінні компанією та на частину її прибутку, тоді як за позикового фінансування кредитор отримує тільки право вимоги повернення наданих коштів та відсотків за користування ними.

**Викуп компанії.** Термін «викуп» коректніше використовувати з різновидами LBO, які пов'язані із суб'єктами, що здійснюють операцію, тобто менеджментом компанії чи її працівниками. Залежно від ініціаторів угоди розрізняють такі типи угод викупу:

- 1) MBO – викуп менеджментом (management buy-out);
- 2) MEBO – викуп керівниками та працівниками (management employee buy-out);
- 3) EBO – викуп працівниками (employee buy-out);
- 4) MIMBO – змішаний викуп (management buy-in management buy-out) тощо.

При цьому основними фігурантами в угодах викупу компаній, як правило, виступають три сторони. Однією стороною є менеджмент, або працівники, тобто набувачі акцій, які зацікавлені в реалізації фінансових можливостей компанії та капіталізації власних вкладених у неї зусилля. Другою стороною є вендор, тобто продавець або наявний власник бізнесу, який зацікавлений у продажі частини непрофільних активів команді менеджерів або трудовому колективу, що заслужили його довіру. Третьою стороною є суб'єкти фінансування. Ними можуть бути інвестиційні фонди, інвестиційні або комерційні банки. Звичайна структура фінансування MBO: частково – власні кошти менеджменту, частково – кошти інвестиційних фондів, зацікавленість яких очевидна: вони

прагнуть отримати більший прибуток на інвестиції, ніж за стандартних угод.

**MBO**, або викуп компаній менеджментом з використанням позикових коштів. Такі угоди мають й іншу назву, а саме угоди з грошовими потоками (cash flow deals). Це пояснюється тим, що саме грошові потоки використовуються менеджментом для погашення запозичень, зроблених ними для фінансування викупу компанії. У чому ж полягає сутність операції?

Найчастіше MBO реалізується для компаній – «дійних корів» (одна зі складових матриці БКГ (Бостонської консалтингової групи)). Тільки такий бізнес, який знаходиться на вершині свого розвитку (далі поступове зниження доходів та безперспективність інвестицій у розвиток), який генерує постійні потоки готівки, може витримати істотне кредитне навантаження, яке є неминучим при MBO. Зацікавленість власника компанії продати «дійну корову» зумовлена так званою агентською проблемою. Світовий досвід засвідчує, що «дійна корова» обов'язково провокує марнотратство навіть найбільш дисциплінованих та лояльних акціонерам менеджерів. Водночас як тільки менеджери компанії, обтяженої величезними боргами, стають її власниками, вони демонструють чудеса ефективного ведення справ.

Українська практика цілком підтверджує цю теорію. Найбільша кількість коштів, як правило, вкладається у бізнес, пов'язаний з основним бізнесом інвестора, який виступає одночасно в ролі замовника продукції або послуг нового бізнесу. При цьому в інвестора створюється ілюзія контролю. Як показує практика, це саме ілюзія. Найчастіше керівники такого бізнесу завищують розмір необхідних інвестицій та приділяють вкрай мало уваги ефективності виробництва. Дуже часто це пов'язано не стільки з бажанням збільшення власного доходу, скільки з неправильно вибудованою системою контролю. Досвід показує, що в 95% випадках це звичайна бюджетна система: проси якомога більше і використовуй максимально, щоб не зменшили фінансування. Тим часом у разі пошуку менеджментом коштів на викуп компанії вони починають оптимізувати витрати, зокрема, через тимчасове припинення інвестиційних програм до моменту фінансової стабілізації. Тим самим MBO дає змогу знизити витрати. У вітчизняній практиці MBO найчастіше використовують підрозділи дрібних холдингів, коли бажать звільнитися від неосновного напряму своєї діяльності. Тоді будь-який підрозділ або дочірня компанія виділяється зі структури материнської та переходить до рук вищого керівництва цього підрозділу. Характеристиками «типового» кандидата для MBO є відсутність циклічності та генерація значної кількості вільної готівки. В результаті менеджери компанії, які володіють повною інформацією про особливості власного бізнесу, стаючи його власниками, першочерговим завданням будуть вважати ефективно

ведення вже власної справи, оскільки їхній добробут буде залежати від добробуту компанії. Прагнення до збільшення рівня прибутковості та підвищення рівня конкурентоспроможності диктується наявністю значних боргових зобов'язань новоутвореної компанії та необхідністю їх обслуговування.

Інші типи угод – це лише зміни у складі покупців (наприклад, до викупу компаній менеджментом приєднуються її працівники, або здійснюють викуп лише працівники), сама технологія та структура угод залишається аналогічною MBO.

Варто зазначити, що на практиці часто йдеться про викуп як майже безальтернативний варіант. Причому вибір на користь топ-менеджменту або працівників зазвичай робиться з кількох причин. По-перше, це більш висока конфіденційність важливої для конкуренції інформації. Якщо компанію придбає конкурент, що частіше за все і відбувається під час пошуку покупця на стороні, він отримає багато даних для аналізу того, як побудований бізнес продавця. По-друге, при MBO ймовірність потрясінь, що призводять до руйнування бізнесу, є набагато меншою, наприклад, звільнення ключових співробітників. По-третє, якщо власники компанії терміново мають потребу у фінансах, MBO віддає перевагу швидкості процедури: більш глибоке знання бізнесу найчастіше позитивно позначається на адекватності ціни та витратах на посередників.

Втім, історія українських “buy-out” налічує набагато більше років, ніж можна було би припустити. Те, що відбувалося у 90-х роках після приватизації українських підприємств, формально нагадує процедуру MBO чи MEBO. Якщо залишити за дужками схеми фінансування викупу акцій (виручка підприємства за допомогою нехитрих маніпуляцій виводилася на підконтрольні директорату компанії), то це були звичайнісінькі MBO – придбання контрольних пакетів у колишніх власників. Прикладом цього може бути історія з приватизацією АТ «Маріупольський меткомбінат імені Ілліча».

Непрозорість українського ринку M&A і сьогодні здатна заплутати експертів. Власність та контроль на багатьох підприємствах не розділені. Тому ярлик «викуп менеджментом» часто навішують на угоди, коли менеджмент – вже й так власником контрольного пакету акцій – викуповує міноритарні частки (у держави, у «сплячих», неактивних інвесторів). Однак викуп міноритарних часток наявними акціонерами (які, зокрема, є менеджерами підприємства) не потрапляє під класичне визначення MBO.

Таким чином, світова практика пропонує цілий спектр інструментів та джерел фінансування угод злиття та поглинання підприємств, які тією чи іншою мірою використовуються у вітчизняній практиці. Водночас необхідно розуміти, що потреби у фінансуванні угод M&A визначаються, по-перше, ціною купівлі та необхідністю рефінан-

сування наявних боргових зобов'язань; по-друге, здатністю компанії оплатити позику із прогнозованого грошового потоку. Водночас прогнозування грошового потоку потребує знаходження відповідей на безліч запитань:

- наявність та економічна обґрунтованість планів компанії;
- здатність і ступінь досягнення компанією планових показників у минулому;
- галузеві перспективи розвитку;
- конкурентна позиція компанії на ринку;
- циклічність розвитку бізнесу, його сезонність, та врахування цих аспектів у поточних та стратегічних планах;
- плани компанії щодо зростання чи розширення бізнесу;
- ступінь та перспективи оновлення основного капіталу;
- сезонна потреба в оборотному капіталі (у випадку сезонного бізнесу);
- ступінь впливу факторів зовнішнього макросередовища (політична нестабільність, коливання валютного курсу, поява іноземних конкурентів, втрата постачальників тощо) на досягнення запланованих результатів;
- наявність у компанії надлишкових активів чи підрозділів, які можуть бути проданими; ймовірний термін реалізації цих активів та потенційний розмір виручки від їх реалізації;
- види ризиків, які можуть виникнути під час укладання угоди, наявність у компанії альтернативних варіантів дій у нестандартних (зокрема, провальних) ситуаціях.

Цей перелік питань далеко не є вичерпним. На пошуки відповідей може знадобитися від кількох годин до декількох тижнів або навіть місяців, а інколи й виконання процедури “due diligence”. Однак результати дослідження дають можливість покупцю обґрунтовано визначити необхідний обсяг фінансових ресурсів на дату завершення угоди та у 5–10-річній перспективі.

Отримання інформації забезпечує можливість компанії-покупцю складання плану фінансування. Водночас план фінансування (особливо під час використання кредитного плеча) необхідно розробити ще до визначення ціни. Тобто покупець намагається з'ясувати, скільки він має заплатити, а також запропонувати, виходячи з цієї ціни, структуру фінансування. У такому разі фінансові потреби оцінюються за скороченою програмою та складаються з кількох основних компонентів:

- «+» вартість акцій або активів компанії, що купується;
- «+» наявні боргові зобов'язання, які потребуватимуть рефінансування;
- «+» потреба компанії в оборотних коштах (в реальності вони не обов'язково включаються до суми угоди, однак компанія-покупець має перед-

бачити необхідність кредитної лінії для їхнього покриття, і вона має бути достатньою);

«+» адміністративні витрати, пов'язані зі здійсненням поглинання;

«+» платежі, пов'язані з урегулюванням судових позивів після закриття угоди;

«→» грошові кошти чи їх еквіваленти, що знаходяться у розпорядженні компанії об'єкта придбання;

«→» можливі доходи від продажу частин активів компанії-продавця [11, с. 110].

Коли вже визначені всі фінансові складові, а також зроблена мінімізація кожного з елементів витрат, задля зменшення кінцевого платежу виводиться сума власних коштів, яка є в наявності компанії-покупця. Зазвичай структура угод в Україні значно складніша та менш прозора порівняно з аналогічними угодами у світовій практиці. Часто доводиться мати справу з офшорними структурами, а це означає, що завжди є ймовірність того, що компанії мають якісь активи, угоди з якими проходять поза межами країни. Їх важко класифікувати, і, як наслідок, це може ускладнити оцінювання компанії загалом. Така громіздкість українських угод M&A не завжди дає змогу застосовувати до них схеми фінансування у тому вигляді та форматі, в якому вони успішно працюють на ринках європейських країн. Тому цілком правомірним є твердження, що коли функціонально українські банки та компанії готові реалізовувати західні схеми фінансування, то на практиці вони у кращому разі намагаються з різним ступенем успішності адаптувати міжнародний досвід до українських реалій, а в гіршому (а зазвичай саме так і відбувається) – просто ігнорують ці можливості. Тому на українському ринку представлено дуже мало ефективних фінансових інструментів.

**Висновки.** Узагальнення теоретичних та емпіричних досліджень свідчить про те, що світова практика виробила різні способи фінансування угод злиттів і поглинань. Вибір вітчизняними підприємствами того чи іншого способу фінансування інтеграційних угод залежить від багатьох факторів, а саме вартості угоди, ступеня забезпечення власними грошовими коштами, доступності кредитних ресурсів, стабільності економічної та політичної ситуації в країні, ступеня відкритості компанії тощо. Правильний вибір механізму інвестицій сприяє оптимальному розподілу ресурсів у компанії та впливає на кінцеву ефективність угоди. Однак нераціональний підхід до вибору способу фінансування угоди злиття чи поглинання може призвести не тільки до погіршення діяльності компанії, але й до її банкрутства. Тому стратегічним завданням сучасних вітчизняних підприємств має стати знаходження в кожному конкретному випадку оптимальної структури фінансування угод M&A, яка б сприяла зниженню вартості інвестованого капіталу та збереженню грошових потоків компанії на рівні, достатньому для підтримки її сталого розвитку.

**Список літератури:**

1. Башлай С. Діяльність банків на ринку M&A через угоди LBO / С. Башай, О. Башлай // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2007. – Вип. 21. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://lib.uabs.edu.ua/library/Zbirmik/765\\_2008.htm](http://lib.uabs.edu.ua/library/Zbirmik/765_2008.htm).
2. Bower J.L. Not All M&As Are Alike – and That Matters / J.L. Bower. – Harvard Business Review. – 2001. – March. – P. 93–101.
3. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П.А. Гохан ; пер. с англ. – М. : Альпина Паблишер, 2010. – 741 с.
4. Моросини П. Управление комплексными слияниями: В помощь руководителю компании, использующей стратегии M&A / П. Моросини, У. Стеджер ; пер. с англ. – Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2005. – 304 с.
5. Филюк Г. Конкуренція і монополія в епоху глобалізації : [монографія] / Г. Филюк. – Житомир : Вид-во ЖДУ ім. І. Франка, 2009. – 404 с.
6. Фролова Т. Глобалізаційні тенденції розвитку процесів злиття та поглинання у світовій економіці / Т. Фролова, К. Отченаш // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – № 18. – С. 29-35.
7. Хардинг Д. Искусство слияний и поглощений: Четыре ключевых решения, от которых зависит успех сделки / Д. Хардинг, С. Роувит ; пер. с англ. – Минск : Гревцов Паблишер, 2007. – 256 с.
8. Гамма Т. Особливості та перспективи розвитку ринку M&A в Україні / Т. Гамма // Науковий вісник Мукачівського державного університету. Серія: Економіка. – 2016. – Вип. 1 (5). – С. 106–111.
9. Ігнатюк А. Галузеві ринки: теорія, практика, напрями регулювання : [монографія] / А. Ігнатюк. – К. : ННЦ «Ін-т аграр. економіки», 2010. – 465 с.
10. Заворотній Р. Придбання у борг як ефективний метод залучення капіталу в будівельну діяльність / Р. Заворотній // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 3 (93). – С. 150–155.
11. Табахарнюк М. Гра на мільйон: практика злиття та поглинань в Україні / М. Табахарнюк. – К. : Український видавничий комплекс, 2012. – 302 с.