Механизм финансирования слияний и поглощений

Алексей ТАРАСОВ,
эксперт по корпоративным финансам, к. э. н., Executive MBA

В данной статье рассматриваются вопросы финансирования сделок по слияниям и поглощениям (mergers & acquisitions, M&A) с использованием инструментов рынков капитала: синдицированных кредитов, облигаций и акций[1]. Важность рассматриваемой темы связана с тем, что практически все сделки M&A финансируются корпорациями не только с использованием собственных денежных средств и двусторонних банковских бридж-кредитов, но также и с привлечением специализированного финансирования из внешних источников. Далее рассматривается целостная система обеспечения расчетов корпорации-покупателя с корпорацией-продавцом на рынке корпоративного контроля.

Механизм финансирования сделок M&A заключается в использовании корпорациями подходящих финансовых инструментов на ключевых этапах сделки

ОБЗОР ИНСТРУМЕНТОВ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Механизм финансирования сделок M&A заключается в использовании корпорациями подходящих финансовых инструментов на ключевых этапах сделки. Финансовый анализ данных инструментов — денежных средств, двусторонних бридж-кредитов, синдицированных кредитов, облигаций, акций — представлен в Таблице 1.

АЛГОРИТМ ФИНАНСИРОВАНИЯ СДЕЛОК M&A

Применение указанных инструментов позволяет реализовать интегрированный подход к финансированию сделок M&A, состоящий из следующих этапов:

- **этап 0:** корпорация-покупатель использует собственные денежные средства для частичного расчета (например, для внесения авансового платежа) по сделке M&A с корпорацией-продавцом.
- **этап 1:** покупатель привлекает краткосрочный двусторонний бридж-кредит (сроком на 3–6 месяцев) от банка-партнера (или несколько кредитов от ряда банков). Денежные средства привлекаются оперативно и конфиденциально для расчетов по сделке M&A с продавцом.
- **этап 2:** корпорация реализует сделку по привлечению среднесрочного синдицированного кредита (средним сроком на 3 года) от пула банков. Денежные

[1] См. также статьи автора:

- Тарасов А. А. Перспективы рынка синдицированного кредитования // Cbonds Review. 2020. № 1. С. 56–59.
- Тарасов А. А. Стратегии сотрудничества с банками в кризисный период // Cbonds Review. 2021. № 3. С. 73–75.
- Тарасов А. А. Транзакционный цикл сделок синдицированного кредитования // Cbonds Review. 2023. № 1. С. 66–69.

Долговые инструменты / акционерные средства	Двусторонний бридж-кредит / синдицированный кредит	Размещение облигаций
Денежные средства корпорации	• Используется для сравнительно небольших сделок M&A. • Ограниченный объем вследствие использования только инструментов кредитного рынка. • Среднесрочное финансирование, 3–5 лет. • Достаточно оперативный и конфиденциальный способ привлечения денежных средств. • Участники сделки — коммерческие банки.	• Применяется для сделок M&A среднего объема. • На долговом рынке корпорациям доступен существенный объем финансирования. • Долгосрочное финансирование, более 5 лет. • Реализацию сделки необходимо четко планировать с точки зрения сроков и раскрытия необходимой информации. • Участники сделки — инвестиционные банки, институциональные инвесторы.
Акционерный капитал	• Возможность финансирования сделок M&A среднего объема. • Объем привлекаемых денежных средств определяется возможностями банков и акционеров корпорации. • Комбинация среднесрочного (3–5 лет) и акционерного финансирования. • Синдицированный кредит можно привлечь достаточно быстро, использование акционерного капитала требует существенной подготовки и раскрытия информации. • Участники сделок — коммерческие и инвестиционные банки, акционеры.	• Подходит для крупнейших сделок M&A. • Совместное использование облигаций и акций позволяет корпорации привлечь практически любой объем финансирования. • Комбинация долгосрочного (более 5 лет) и акционерного финансирования. • Достаточно длительный срок реализации сделок, полное раскрытие информации. • Участники сделок — инвестиционные банки, институциональные инвесторы, акционеры.

Таблица 1
Комбинирование использования финансовых инструментов для финансирования сделок M&A

Источник: составлено автором

Расчет с использованием собственных денежных средств является самым простым и оперативным

средства направляются на частичное погашение бридж-кредита.

• **этап 3:** корпорация размещает долгосрочный выпуск облигаций (средним сроком обращения 5 лет) среди институциональных инвесторов. Денежные средства направляются на полное погашение бридж-кредита.

• **этап 4:** покупатель может использовать акционерный капитал следующим образом: (i) для целей прямого расчета с продавцом путем передачи ему собственных акций; (ii) привлекая денежные средства за счет размещения акций на рынке капитала и затем используя данные денежные средства для расчета с продавцом; (iii) направляя поступления от продажи акций на пополнение собственных денежных средств.

• **этап 5:** данный этап является итоговым, так как в его рамках корпорация осуществляет все необходимые действия как в части завершения самой сделки M&A (покупатель становится собственником всех приобретаемых у продавца активов), так и касательно привлечения всего пакета финансирования для реализации сделки (включая привлечение синдицированного кредита и размещение облигаций для целей полного погашения бридж-кредита, а также использование акционерного капитала для расчетов по сделке).

СХЕМА ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ В РАМКАХ СДЕЛОК M&A

Таким образом, по итогам реализации всех рассмотренных сделок корпорация решает задачу полного финансирования сделки M&A с использованием собственных денежных средств, двустороннего бридж-кредита, синдицированного кредита, выпуска облигаций и акционерного капитала. Иллюстрация этапов предложенного алгоритма приведена на Рисунке 1.

Рассмотрим соответствующие используемым на этапах 0–5 различным финансовым инструментам денежные потоки, обозначенные буквами (A)–(D).

С точки зрения использования собственных денежных средств (A) корпорация может направлять их в первую очередь для авансового платежа продавцу, во вторую — как компоненту (с долей 5–10%) итогового платежа в рамках сделки M&A. Расчет с использованием собственных денежных средств является самым простым и оперативным.

Получение поступлений от применения инструментов долгового рынка (B) требует определенной подготовки и времени, так как сделки по привлечению краткосрочного бридж-кредита и среднесрочного синдицированного кредита, а также по размещению облигаций должны быть организованы и профинансированы банками. Сделки по использованию акционерного капитала являются еще более сложными и трудоемкими, так как в них вовлечено существенное количество участников и необходимо выполнение соответствующих регулятивных требований.

Прямой расчет с продавцом путем передачи акций корпорации-покупателя обозначен как (C1); использование денежных потоков от размещения акций может также направляться в общий пул денежных средств (C2) для последующих расчетов с продавцом по сделке M&A (D); корпорация может направлять поступления для пополнения собственных денежных средств, включая покрытие будущих расходов на интеграцию и повышение эффективности

Рисунок 1
Система применения инструментария финансирования сделок M&A

Источник: составлено автором

приобретаемых активов, оптимизацию персонала, улучшение качества обслуживания клиентов (C3).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Согласно предложенному алгоритму, корпорация последовательно использует основные инструменты корпоративного финансирования (денежные средства, бридж-кредиты, синдицированные кредиты, облигации, акционерный капитал) для привлечения денежных средств для осуществления расчетов за приобретаемые активы. Таким образом, подводя итог данному исследованию, можно отметить, что с теоретической точки зрения представленная автором система финансирования сделок M&A позволяет российским корпорациям (за счет применения широкого спектра кредитных, облигационных и акционерных инструментов) структурировать оптимальную структуру привлеченного капитала, используя диверсифицированные источники привлечения денежных средств.