

ПЛАН:

Введение.....	3-5
Глава 1. Основы реорганизации компаний.....	6-23
§ 1. Понятие и формы реорганизации компаний.....	6-10
§ 2. Мотивационные теории реорганизации компаний.....	10-17
§ 3. Правовое обеспечение процесса реорганизации компаний.....	17-23
Глава 2. Механизм проведения реорганизации компаний.....	24-54
§ 1. Этапы и процедура осуществления реорганизации.....	24-32
§ 2. Методы оценки стоимости компаний, участвующих в реорганизации.....	32-40
§ 3. Финансирование реорганизации: стратегические, финансовые и бухгалтерские аспекты.....	40-51
§ 4. Автоматизация процесса анализа слияния компаний.....	51-54
Глава 3. Особенности реорганизации компаний в России.....	55-89
§ 1. Тенденции концентрации капитала в период передела собственности.....	55-63
§ 2. Реорганизация РАО «Норильский Никель» как способ развития современной компании.....	63-75
§ 3. Техника защиты от враждебных действий при реорганизации.....	75-89
Заключение.....	90-92
Список литературы.....	93-98
Приложения.....	99-102

Введение

Данные свидетельствуют, что за период 1985-1997 годов объем сделок в виде слияний и поглощений во всем мире возрос в 4,1 раза. При этом особенно интенсивно данные процессы протекали за последние 3 года, лидером в этой области были США. За указанный период объем сделок увеличился в 2,8 раза и составил в 1997 году 590,2 млрд. долл.¹ В Европе процесс концентрации капитала был более сдержанным, и объем сделок в 1997 году составил 271,7 млрд. долларов США. Однако, волна слияний продолжается и уже в первой половине 1998 г. объем сделок по слияниям составил 1200 млрд. долл. по сравнению с 1600 млрд. долл. за весь 1997 год.² Динамичность процессов слияний и присоединений (поглощений), происходящих в США, подтверждается долей сделок, совершенных на национальном и международном уровнях (см. Приложение график. «Динамика сделок слияний и поглощений за период 1985-1997 гг.»).

Пережив с начала XX века уже четыре волны слияний и поглощений, мировая экономика в конце второго тысячелетия подошла к новому этапу – глобализации. Сделки среди авиапроизводителей *Boeing* и *McDonnell Douglas*, автомобилестроительных концернов *BMW* и *Rover Group*, *Daimler-Benz* и *Chrysler*, нефтяных компаний *British Petroleum* и *Amoco*, *Mobil* и *Texaco*, финансовых институтов *Morgan Stanley* и *Dean Whitter Discovery*, аудиторских фирм *Coopers&Lybrand* и *Pricewaterhouse* и компаний многих других отраслей подтверждают этот тезис.

Происходящие в мире процессы не могут ни наложить отпечаток на развитие российской экономики. По мнению аналитиков и руководителей крупных российских компаний, в настоящее время процессы реорганизации происходят почти во всех отраслях и секторах экономики.

Практически завершен этап восстановления после кризиса 1998 года, в результате которого на рынке остались лишь сильные компании, сумевшие адаптироваться к новым условиям существования и возросшей конкуренции. Менеджеры большинства компаний наконец осознали необходимость организационной и структурной перестройки в целях повышения эффективности деятельности компаний и их устойчивого развития в будущем. Основным же инструментом проведения преобразований является реорганизация. Надо отметить, что неожиданно для России, кризис благотворно повлиял на развитие российской промышленности и явился стимулом для ее дальнейшего роста, а в течение периода антикризисного управления был накоплен необходимый потенциал.

¹ Рудык Н., Семенкова Е. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием.- М.: Финансы и статистика, 2000.-С.-9

² Базоев С. Мировой бизнес: эпоха слияний компаний // Рынок ценных бумаг.-1999.-№4.- С.39.

Итак, по имеющимся оценкам, посткризисная финансовая ситуация создала условия и предпосылки для возобновления борьбы на рынке корпоративного капитала за передел собственности, а также значительно активизировала процессы концентрации капитала.

Согласно опросу, проведенному журналом «Рынок ценных бумаг» в декабре 2000 года, большинство руководителей ожидают, что процессы реорганизации в форме слияний и присоединений станут самым перспективным направлением развития компаний в 2001 году и в ближайшие несколько лет³. Поэтому изучение вопросов реорганизации компаний, на наш взгляд, является актуальной проблемой.

Целью данной работы является изучение процессов реорганизации компаний с использованием инструментов фондового рынка.

В ходе исследования были поставлены следующие **задачи**:

- ✓ изучение теоретических основ и законодательной базы процесса реорганизации компаний;
- ✓ определение роли и значения ценных бумаг, а также пути их использования в процессе реорганизации;
- ✓ попытка обобщения мирового опыта в данном вопросе и возможности его применения в российских условиях;
- ✓ выявление особенностей процесса реорганизации компаний в современной России.

Поскольку, на наш взгляд, наиболее распространенными и применяемыми формами реорганизации компаний с использованием инструментов фондового рынка являются слияния и присоединения (или слияния и поглощения в мировой практике), большее внимание уделялось рассмотрению именно этих двух форм реорганизации.

Структура данной работы состоит из трех глав, каждая из которых включает три параграфа. В первой главе рассматриваются теоретические основы реорганизации компаний: понятие, классификации, мотивационные теории и правовое обеспечение реорганизации.

Во второй главе освещаются технические и практические стороны реализации процесса реорганизации компаний: рассматриваются основные процедуры реорганизации, методы оценки стоимости компаний и проблемы размещения ценных бумаг.

Третья глава посвящена проблемам и особенностям реорганизации компаний в России. На примере реорганизации РАО «Норильский никель» сделана попытка

³ Лидеры финансового рынка: итоги-2000, планы-2001 // Рынок ценных бумаг.-2001.-№1.-С.10-19.

проанализировать процесс преобразования, выявить недостатки процедуры реорганизации и ее специфику, а также обобщить полученные результаты и сделать выводы.

При написании работы были использованы такие классические труды на русском и английском языке, как «Принципы корпоративных финансов» Брейли Р. и Майерса С.; «Инвестиции» У. Шарпа; «Слияния, реорганизации и корпоративный контроль» Дж. Вестона и К. Чанга, а также монографии современных авторов по данной тематике: «Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием» Рудык Н. И Семенковой Е.В.; «Корпоративное управление: вопросы интеграции» Храбровой И. А.; «Управление корпоративным капиталом» Фельдмана А.Б.; работы Чирковой Е. В. и Бердниковой Н., и многие другие.

Помимо этого в работе нашли отражение материалы иностранной, а также российской периодической печати, а именно журналов: «Рынок ценных бумаг», «Деньги», «Вопросы экономики», «Эксперт», «Менеджмент в России и за рубежом», «Власть», «Журнал для акционеров», «Аудитор», «Хозяйство и право», «Российский экономический журнал» и другие, и газет: «Ведомости», «Коммерсантъ», «Экономика и жизнь», «Известия», «Российская газета», «Финансовая Россия».

Кроме того, в работе использовались справочные, статистические материалы и информация, полученная с сайтов в сети Интернет.

Глава 1. Основы реорганизации компаний

§ 1.1. Понятие и формы реорганизации компаний

Основная характеристика мировой экономики 90-х годов 20 века – ее глобализация и высочайшая концентрация, которые ведут к усилению конкуренции в мировой экономике. На первый план выдвигается проблема минимизации транзакционных издержек, что подразумевает оптимизацию организационной структуры компании. Одним из эффективных способов приращения активов, расширения объемов производства и рынков сбыта, рационализации управления структурными подразделениями, реструктуризации обязательств компании является реорганизация.

Действующее законодательство (ст. 57 ГК РФ и ст. 15 Федерального Закона «Об акционерных обществах») предусматривает пять форм (или способов) реорганизации акционерного общества: слияние, присоединение, разделение, выделение и преобразование. Здесь необходимо отметить, что в своей работе мы будем рассматривать реорганизацию именно акционерных обществ, как организационно-правовых форм объединения капитала в РФ и наиболее близких по определению и смыслу, который вкладывают в определение корпорации на Западе и компании в мировой практике.

При **слиянии** оба хозяйствующих субъекта ликвидируются; весь капитал, все имущественные права и обязанности каждого из них переходят к новому юридическому лицу, образованному ими. Классический пример – слияние двух гигантов аудиторско-консалтингового бизнеса *Price Waterhouse* и *Coopers & Lybrand* в результате которого образовался *PricewaterhouseCoopers*.

Присоединение означает, что присоединяющееся юридическое лицо ликвидируется, его капитал, имущественные права и обязанности переходят к остающемуся хозяйствующему субъекту.

Разделение юридического лица ведет к ликвидации его, а появившиеся при этой процедуре новые юридические лица получают по разделительному балансу соответствующие части капитала, имущественные права и обязанности ликвидируемого хозяйственного субъекта.

Выделение отдельных частей предприятия и формирование на их основе новых юридических лиц (любой организационно-правовой формы) сохраняет реорганизуемое юридическое лицо, а к каждому из вновь организованных юридических лиц переходят отдельные имущественные права и обязанности.

Преобразование изменяет правовой статус юридического лица, а весь капитал (в новой правовой форме), имущественные права и обязанности оказываются у преобразованного хозяйствующего субъекта.

Таким образом, реорганизация означает исчезновение ранее действующего юридического лица как субъекта права без прекращения его деятельности. Она в том или ином смысле осуществляется другим носителем прав и обязанностей, новым предприятием или организацией (компанией) возможно, с изменением цели и предмета деятельности. Реорганизация всегда связана с правопреемством, переходом имущественных и иных прав и обязанностей от одного прекращаемого (видоизменяемого) субъекта права к другому, вновь образуемому юридическому лицу.

Очевидным является подразделение способов реорганизации на три группы, различных как по процедуре, так и по последствиям их осуществления.

К первой относятся слияние и присоединение, на практике объединяемые термином «поглощение», предусматривающие появление вместо нескольких акционерных обществ одного более крупного, или укрупнение одного из ранее действующих.

Ко второй – выделение и разделение, которые преследуют противоположные первой группе цели.

В зарубежной практике важнейшим инструментом реорганизации бизнеса являются слияния и поглощения, занимающие более 85% всего объема сделок мирового рынка. В мировой практике принято определять поглощение (takeover) как оплаченную сделку, в результате проведения которой происходит переход прав собственности на корпорацию, чаще всего сопровождающуюся заменой менеджмента купленной корпорации и изменением ее финансовой и производственной политики.

Поглощение рассматривается обычно как насильственный акт, когда более сильная и мощная компания присоединяет другую, причем последняя теряет свою юридическую самостоятельность.

Возможны следующие формы поглощений:

- 1) Компания-покупатель делает тендерное предложение (предложение выкупить 95-100% акций компании-цели) менеджменту компании-цели. Такое поглощение называют «дружеским поглощением» (friendly takeover).
- 2) Компания-покупатель делает тендерное предложение акционерам компании-цели, минуя при этом ее менеджмент. Это - «жесткое поглощение» (hostile takeover).

Иногда в литературе можно встретить иную классификацию, разделяющую сделки на слияния (merger) и межфирменные тендерные предложения (interfirm or public tender offers). Слияние отличается от межфирменного тендерного предложения тем, что при

слиянии право принимать или отклонять предложение на покупку компании имеют менеджеры компании-цели, а в межфирменном тендерном предложении – акционеры компании-цели. Как правило, после проведения слияния компания –покупатель получает контроль над всеми 100% обыкновенными голосующими акциями компании-цели, в то время как при межфирменном тендерном предложении ей чаще всего удастся получить лишь контрольный пакет ее акций (> 51% всех обыкновенных голосующих акций компании-цели).

Тендерные предложения в свою очередь могут быть двух типов: условные и безусловные. Условное тендерное предложение компании-покупателя вступает в силу только тогда, когда на рынке можно выкупить точно определенное в этом тендерном предложении количество акций. Безусловное тендерное предложение действительно вне зависимости от количества акции, доступных для покупки корпорацией-покупателем. Кроме того условные и безусловные тендерные предложения могут быть ограниченными и неограниченными.

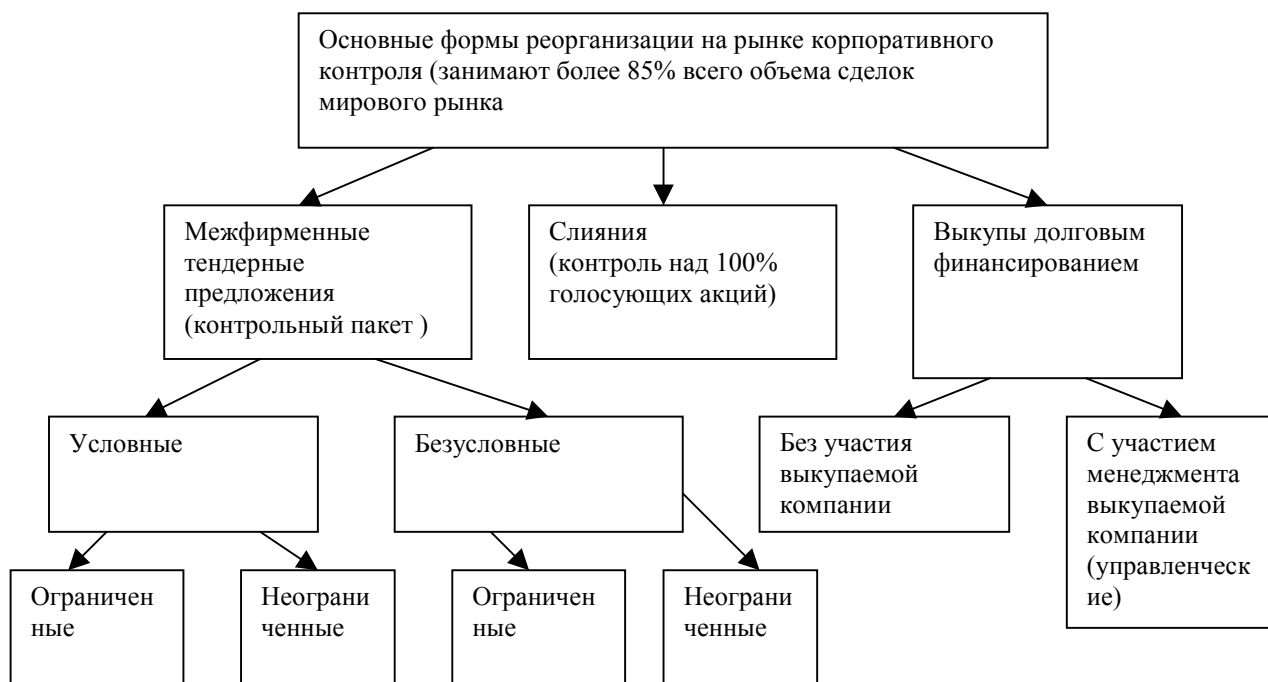


Рис.1.1.1. Сделки на рынке корпоративного контроля

Дружественные и жесткие поглощения и слияния - не единственные, возможные на рынке формы реорганизации компаний. В середине 80-х годов широкое распространение получил новый вид сделки – выкуп долговым финансированием (leveraged buyout – LBO). Это финансовая техника, при помощи которой открытая корпорация (public corporation) преобразуется в корпорацию закрытого типа (private corporation).

Чаще всего используемые для финансирования выкупов долговым финансированием инструменты – это так называемые мусорные облигации, которые иногда еще называют

высокодоходными облигациями. Подобные долговые обязательства характеризуются высоким уровнем доходности и не менее высокой степенью риска. По прошествии определенного промежутка времени (обычно от трех до шести лет) акции компании возвращаются на открытый фондовый рынок.

Если выкуп долговым финансированием инициируется группой инвесторов, которая более чем на 50% состоит из менеджеров корпорации, то его называют управленческим выкупом долговым финансированием (management buyout –MBO).

Рудык Н. Б. и Семенкова Е. В. в своей работе предлагают классифицировать слияния по следующим четырем типам⁴:

- 1) горизонтальные (horizontal mergers);
- 2) вертикальные (vertical mergers);
- 3) родственные или концентрические (concentric mergers);
- 4) конгломеративные (conglomerate mergers).

1) Горизонтальные слияния происходят между компаниями, работающими на одном сегменте рынка (в одной отрасли) и специализирующимися на производстве сходной продукции или предоставлении сходных услуг. В качестве примера можно привести недавнее слияние Guinness и Grand Metropolitan, в результате которого на свет появилась корпорация Diageo, обе они специализировались на производстве и продаже спиртных напитков. В России подобные процессы идут в кондитерской промышленности (ОАО «Красный Октябрь», ОАО «Бабаевское» присоединили к себе несколько региональных кондитерских фабрик).

Класс горизонтальных слияний разбивают на два подкласса:

- слияния, расширяющие географию рынка сбыта компании-покупателя (market extension mergers);
- слияния, расширяющие производственный ассортимент компании-покупателя (product extension mergers).

Именно при проведении горизонтального слияния может возникнуть множество проблем с соблюдением антимонопольного законодательства, регулирующего условия соблюдения честной конкуренции и демонополизации рынка.

2) *Вертикальные слияния* – это слияния, при помощи которых компания-покупатель пытается расширить свою операционную деятельность либо на предыдущие производственные стадии, либо на последующие. За последнее время подобные вертикальные структуры строятся в алюминиевой промышленности (Сибирско-Уральская

⁴ Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. - М.: Финансы и статистика, 2000.-С.13

алюминиевая компания, группа «Сибирский алюминий»). Отсюда и идет разделение на два основных типа:

- вертикальное слияние на стадию вверх (forward fashion vertical merger), при котором компания-покупатель может создать для себя источник хорошего и стабильного спроса на свою продукцию, причем контролировать его будет только она. Например, в начале 1998 года нефтяная компания «ЛУКОЙЛ» приобрела контрольный пакет акций румынской нефтеперерабатывающей компании «Петротел» и добилась подобным образом улучшения баланса мощностей в добыче и переработке, а также получила дополнительные возможности выхода к новым географическим сегментам рынка.
- вертикальное слияние на стадию назад (backward fashion vertical merger), при которой компания-покупатель может создать для себя дешевый и стабильный источник исходного сырья для производства своей продукции, причем контролировать будет только она. Например, компания, производящая одежду может приобрести компанию, производящую текстиль.

3) *Родственные или концентрические слияния* определяют как слияния, в которых компания-покупатель и компания-цель связаны между собой базовой технологией, производственным процессом или через рыночную нишу, но не связанные снабженческо-сбытовым циклом или выпуском или продажей одного и того же продукта. Ярким примером такого рода слияний является покупка крупной компьютерной корпорацией IBM корпорации Lotus Development Corporation.

4) *Конгломеративные слияния* происходят между компаниями которые преследуют цель диверсификации своих операций и при этом совершенно не соприкасаются между собой ни сегментами рынка, ни производственно-снабженческими связями.

Тип слияния зависит от ситуации на рынке и в отрасли промышленности, а также от стратегии деятельности компании и ресурсов, которыми они располагают. В последние годы на Западе в результате жесткой конкуренции на рынках и (или) из-за значительной неопределенности популярным стал горизонтальный тип слияния. В качестве примера можно привести слияния в сталелитейной промышленности и в сфере предоставления услуг доступа в Интернет, в которой неопределенность ситуации привела к слиянию фирм America Online и CompuServe.

§ 1.2. Мотивационные теории реорганизации компаний

Изменения в организационно-хозяйственной структуре – процесс затратный, а кроме того, болезненный для руководства компании (возникает масса дополнительных проблем и забот). Поэтому для подобных преобразований должны быть веские мотивы.

Главным мотивом для большинства слияний за рубежом является рост капитализированной стоимости предприятия. Сделки по слиянию и поглощению обеспечивают не только выгодное вложение капитала, но и существенное снижение рисков его потери, так как позволяют устанавливать контроль над реальными активами поглощаемого предприятия, что невозможно при портфельном инвестировании или инвестировании в долговые обязательства.

Эффективность такой реорганизации можно подтвердить конкретными примерами. Так, в конце января 1998 г. два британских фармацевтических гиганта – *Glaxo Wellcome* и *SmithKlineBeecham* - объявили о намерении объединиться. После объявления о предстоящем слиянии котировки акций компании выросли на 20-27%. Новая компания существенно экономит на текущих издержках (1,5-3 млрд. долл. в год)⁵. Кроме того, преимущество крупных компаний заключается в том, что за счет концентрации исследований они смогут тратить меньшую долю дохода на научные разработки. Объединенная компания сможет позволить тратить на научные исследования до 3,3 млрд. долл., что в полтора раза больше, чем ближайшие конкуренты.

Многие исследователи считают рынок поглощений единственным механизмом защиты акционеров от произвола менеджеров. В обширной экономической литературе подробно анализируется также взаимосвязь поглощений с «частной» выгодой акционеров и повышением экономической эффективности после перехода контроля к новому собственнику.

Вместе с тем, как отмечает А. Радыгин, эффективность указанного метода все больше подвергается критике с точки зрения последующего улучшения корпоративного управления⁶. В частности, одни критики отмечают, что опасность поглощения толкает менеджеров к реализации только краткосрочных проектов из-за опасений снижения курсовой стоимости акций. Другие полагают, что поглощения служат лишь интересам акционеров. Наконец, всегда существует риск дестабилизации деятельности как компании-покупателя, так и компании-цели.

⁵ Савицкий К., Покровский В. Мир слияний и поглощений. // Рынок ценных бумаг.-2000.-№19.-С.54

⁶ Радыгин А. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России // Вопросы экономики.-2000.-№8.- С.95.

В настоящий момент в России существуют объективные причины, способствующие усилению тенденции к концентрации капитала, то есть к слияниям и поглощениям в обычном западном понимании. Это обусловлено несколькими факторами.

- Формализация отношений собственности внутри российских акционерных обществ с целью привлечения инвестиций. Непрозрачность структуры собственности большинства российских компаний резко повышает инвестиционные риски. Наибольшее стремление к интеграции при этом будет в тех отраслях, где наиболее остра конкуренция. Здесь возможны слияния, как объективно обусловленные экономически, так и из чисто конъюнктурных соображений, при которых возросшие трудности управления новой структурой перевешивают преимущества от слияния.
- Усиление регулирующей роли государства после событий августа 1998 года и последовавшего кризиса банковской системы. Так, одним из требований Центрального Банка является увеличение уставного капитала банков и как возможный путь увеличения – слияния банков. Аналогично и в области страховых услуг. В инициируемых государством слияниях не последнюю роль играет мотив привлечения инвесторов (например российское правительство намерено объединить производителей военных самолетов).
- Активизация применения процедуры банкротства. В России с вступлением в силу нового закона о банкротстве процедура банкротства значительно упростилась и, если кто-то заинтересован в поглощении компании, сейчас достаточно просто возбудить процедуру банкротства, а затем конвертировать долги в акции. В частности, в начале 2000 года была предпринята попытка таким образом сменить собственников крупных городских универсальных магазинов.
- Макроэкономические факторы. Согласно официальной статистике в России в течение последних двух лет наблюдался подъем промышленного производства. При этом, с одной стороны, цены на ресурсы до последнего момента росли медленнее, чем цены на конечную продукцию, что привело к улучшению финансового положения предприятий, а с другой стороны, внутренний платежеспособный спрос не вырос, а даже упал. Следовательно, когда финансовые ресурсы достаточны, одним из вариантов развития событий может оказаться покупка менее удачливых конкурентов.

Кроме того, доказано что процесс слияний традиционно активизируется на стадии экономического роста и тенденции к росту курсов стоимости акций. Проведенный в 1999 году компанией «ПрайсвотерхаусКуперс» анализ показал, что во время двух отдельно

взятых циклов роста рынка рост объемов сделок по слияниям и поглощениям превысил рост активности на рынке⁷.

Тем не менее, по мнению А. Саркисянца, в мотивах слияний и поглощений таится угроза фондовому рынку⁸. По его мнению, существует даже несколько гипотез, определяющих причинно-следственную связь данных процессов с реакцией фондового рынка:

- ❖ «Участники торгов обладают частной информацией, позволяющей им находить недооцененные компании» – информационная гипотеза;
- ❖ «Приобретение компаний может иметь результатом повышение цен, так как горизонтальные поглощения ведут к монополии» – гипотеза рыночной мощи;
- ❖ «Слияния дают тройственный эффект экономии от роста масштабов, понижения издержек обращения или маркетинга и устранения избыточных активов» – гипотеза синергии;
- ❖ «Сокращение налоговых обязательств стимулирует поглощения» – налоговая гипотеза;
- ❖ «Компании с неумелыми менеджерами уже являются потенциальными объектами поглощения» – гипотеза неэффективного управления;
- ❖ «Поглощения могут быть выгодными из-за преимуществ диверсификации, поскольку риск у объединенной структуры ниже средневзвешенного риска отдельных структур» – гипотеза диверсификации.

Итак, на протяжении вот уже многих лет ученые и практики пытаются понять мотивы, движущие компаниями, активно использующими в своей деятельности стратегии слияний и поглощений. Современная экономическая наука предлагает, по меньшей мере, три основные теории, объясняющие слияния: синергическая теория, теория агентских издержек свободных потоков денежных средств и теория гордыни.

Синергическая теория является одной из самых распространенных теорий, которую приводят в качестве катализатора слияний как ученые, так и финансовые менеджеры. Она была окончательно сформулирована в 1983 году в работе Бредли, Десаи и Кима и не утратила свою актуальность и по сей день⁹. Суть ее состоит в том, что возникающая при слиянии новая компания может использовать широкий спектр преимуществ (синергий), которые возникают вследствие объединения ресурсов этих компаний. Кроме того, синергическая теория слияний основывается на том, что менеджеры как компании-цели, так и компании-покупателя действуют в наилучших интересах своих акционеров, т.е. все их

⁷ Базоев С. Мировой бизнес: эпоха слияния компаний // Рынок ценных бумаг.-1999.-№4.- С.39

⁸ Саркисянц А. Поглощения, слияния и фондовый рынок // Аудитор.-1999.-№3.-С.52

⁹ Рудык Н. Мотивы слияний и жестких поглощений // Вестник НАУФОР.-2000.-№4.-С.40

усилия направлены на максимизацию благосостояния последних. Все синергические эффекты можно разделить на два типа: операционные синергии и финансовые синергии.

Операционные синергии

Получение компанией-покупателем операционных синергий может быть результатом воздействия следующих факторов:

- Экономия операционных издержек (эффект агломерации).

В результате слияния появляется более крупная компания, которая может использовать определенные преимущества, возникшие в результате увеличения ее размеров. Это экономия операционных издержек, обусловленная масштабами деятельности (как правило, именно эту цель преследуют корпорации в горизонтальных и вертикальных слияниях). Возникшая компания может добиться серьезного сокращения административных, маркетинговых и иных операционных издержек, а компания-покупатель помимо того и значительного повышения квалификации персонала, централизацию ее бухгалтерского учета, финансового менеджмента и контроля.

- Экономия затрат на проведение научно-исследовательских работ.

Компания-покупатель может использовать научно-исследовательские центры приобретенной компании, а также ее работников для разработки и внедрения новых продуктов, товаров и услуг на рынок.

- Эффект комбинирования взаимодополняющих ресурсов.

Небольшие компании и крупные корпорации обладают взаимодополняющими ресурсами. Так, при слиянии выигрывают все, так как небольшая компания получает доступ к финансовым ресурсам, а крупная – нужный ей продукт, причем по цене намного более низкой, чем ей мог бы предложить рынок или чем затраты на создание собственного специального производства. Компания-покупатель, используя слияние, может также значительно расширить свой производственный цикл.

- Увеличения размеров рыночной ниши компании (гипотеза роста монополистической мощи)

Захват большего «куска» рынка при помощи проведения горизонтального/вертикального слияния, на котором работает компания-покупатель, повлечет за собой значительное сокращение конкуренции на этом сегменте, и это сокращение будет выгодным только для новой компании.

Финансовые синергии

Получение компанией-покупателем финансовых синергий может быть результатом воздействия следующих факторов:

- Создание налоговых щитов.

Возможность ухода от налогообложения играет не последнюю роль среди факторов, стимулирующих слияния. Например, компании могут принять решение о слиянии, если одна из них обладает значительными налоговыми льготами, а операции другой облагаются по полным ставкам налогов. Тогда, если после слияния, налоговые льготы распространятся на новую компанию, это будет выгодно как для первой, так и для второй компании.

- Возможность покупки компании по цене ниже балансовой.

Достаточно часто компания может стать кандидатом на покупку из-за того, что реальная стоимость ее активов намного превышает стоимость, в которую ее оценивает рынок. Однако надо учитывать, что истинная ценность компании определяется потенциалом ее развития, который включает в себя: возможности расширения рыночной ниши компании, уровень финансового менеджмента, скорость производственного цикла, качество выпускаемой продукции и многие другие показатели, а оценка компании рынком может быть как завышенной, так и заниженной.

- Диверсификация.

Достаточно часто в качестве катализатора слияний финансовыми менеджерами называется диверсификация. Диверсификация – это способ снижения рисков и управления ими. Финансовые менеджеры утверждают, что проведение диверсификации при помощи слияния помогает стабилизировать рост доходности операций компании, а также снизить риск, связанный с падением доходности на инвестиции в ценные бумаги этой компании.

Возрастающий интерес вызывает относительно новая теория слияний – теория агентских издержек. Эта теория была окончательно сформулирована в 1986 году профессором Гарвардского университета М. Дженсенем¹⁰. Согласно его теории, разработанной совместно с Меклингом, корпоративные менеджеры – это агенты акционеров, а подобные агентские взаимоотношения, по мнению Дженсена, всегда чреваты конфликтом интересов. Источники конфликтных ситуаций – это выплаты денежных средств акционерам.

В рамках агентской теории менеджеры уже не действуют в наилучших интересах своих акционеров, их основным побудительным мотивом являются собственные интересы, которые совсем необязательно должны совпадать с интересами акционеров.

Агентские проблемы возникают, когда контракты между нанимателем и его агентом не могут быть написаны, а их исполнение проконтролировано без издержек (агентских). Примером издержек на контроль за агентом со стороны акционеров являются расходы на

проведение собрания акционеров и содержание совета директоров, а примером издержек на демонстрацию агентом того, что он действует в интересах акционеров или собственников и исполняет контракт, являются расходы на аудит. Агентские проблемы можно разделить на прямые и косвенные. Прямые включают расходы на написание контрактов, контроль за их исполнением со стороны нанимателя (monitoring cost) и на демонстрацию агентом (менеджером) того, что он исполняет контракт (bonding cost). Косвенные издержки – это доходы, потерянные в результате того, что контроль над действиями менеджеров и сами контракты с менеджерами несовершенны. Контроль несовершенен в силу того, что расходы на контроль за полным исполнением контрактов превысили бы дополнительные расходы в результате контроля.

Типичными видами косвенных агентских издержек считаются:

- Сверхпотребление менеджеров за счет компании (личные самолеты, дорогие штаб-квартиры);
- Трансфертное ценообразование. Заключение контрактов с другими компаниями, находящимися под контролем менеджера, на более выгодных условиях, нежели рыночные.
- Инвестирование свободных денежных средств в неприбыльные проекты вместо выплаты дивидендов акционерам. Акционеры не заинтересованы в расширении компании, если при этом падает доходность их вложений. Рост не может быть оправдан и диверсификацией и стабилизацией денежных потоков компании и тем самым понижением рисковости ее акций, потому что инвесторы легко могут диверсифицировать портфель своих вложений сами, на фондовом рынке. Поэтому это не должно быть заботой менеджера. А менеджеры могут быть заинтересованы в росте компании как таковой (через слияния и жесткие поглощения), поскольку это отражается на их социальном статусе и на вознаграждении. Таким образом вложения в неприбыльные проекты относятся к агентским издержкам

В 1986 г. Ричардом Роллом была предложена еще одна теория корпоративных слияний – *теория гордыни*. Используя данные и выводы, содержащиеся более чем в сорока работах, Ролл пришел к выводу, что на самом деле слияния и поглощения вообще не несут в себе синергий, а если и несут, то эти синергии практически всегда оказываются переоцененными¹¹. Социологи и психологи каждый день забрасывают экономистов эмпирическими исследованиями, подтверждающими тот факт, что в условиях

¹⁰ Чиркова Е. В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999.- С.33

неопределенности инвесторы достаточно часто принимают иррациональные решения. Ролл считает, что именно к ним можно отнести решения о слияниях поглощения..

Таким образом, в соответствии с теорией «гордыни» слияния – это результат индивидуального решения менеджмента компании-покупателя. Даже если слияние и не несет никакого синергического эффекта, это решение все равно принимается, так как менеджмент считает, что именно его оценка стоимости компании-цели верна, а рыночная оценка стоимости не полностью отражает ее потенциал развития. Поэтому Ролл назвал свою теорию теорией «гордыни», которая вызвана иррациональной гордыней компании-покупателя по поводу того, что только она может полностью определить и распознать эти несуществующие синергии.

§ 1.3. Правовое обеспечение процесса реорганизации компаний

Законодательное оформление процесса реорганизации в России регламентируется в той или иной степени следующими нормативно-правовыми актами:

- ✓ Гражданским Кодексом РФ;
- ✓ Федеральный закон «Об акционерных обществах»;
- ✓ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»;
- ✓ Постановление ФКЦБ РФ «Об утверждении стандартов эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций» №48;
- ✓ Положение ЦБ РФ «Об особенностях реорганизации банков путем слияний и присоединений»;
- ✓ Закон «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках»;
- ✓ Федеральный закон «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг».

Основы правового регулирования реорганизации юридических лиц закреплены Гражданским Кодексом РФ. В соответствии с ГК РФ были приняты Федеральные законы «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг», устанавливающие соответствующие формы, порядок и процедуры реорганизации, а также этапы эмиссии ценных бумаг, в том числе при реорганизации компаний.

В развитие закона «О рынке ценных бумаг» было принято специальное постановление ФКЦБ России от 12 февраля 1997 г. №8 (в ред. Постановления ФКЦБ РФ от

¹¹ Рудык Н., Семенкова Е. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием.- М.: -2000.

11.11.98 №48) «Об утверждении стандартов эмиссии акций и облигаций их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций» (далее Стандарты).

Проведенные специалистами исследования позволяют сказать, что в общих чертах российские законы о реорганизации в отношении акционерных обществ (т.е. юридических лиц, более всего соответствующих понятию американской корпорации) схожи с аналогичными законами в США¹². Закон «Об акционерных обществах» предусматривает ряд организационных изменений, аналогичных тем, которые американские юристы понимают как слияния, консолидации, разделения и отделения, а также трансформации в иной тип правовой единицы. Процедуры для проведения реорганизаций – предложение совета директоров, одобрение акционеров другие – также, в основном, аналогичны.

Закон «Об акционерных обществах» (ст. 15-20), определяя процедуры реорганизации, описывает их с участием только акционерных обществ. Но отсутствие в Законе указаний на возможность «участия» в слиянии и присоединении также иных организационно-правовых форм или указаний на возможность создания в результате реорганизации акционерного общества юридических лиц иной организационно-правовой формы не является препятствием для осуществления такой реорганизации. Правомерность осуществления такой позиции подтверждается и Стандартами.

Реорганизация акционерных обществ может быть добровольной либо принудительной. Решение о добровольной реорганизации в формах слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования принимается общим собранием акционеров общества, большинством в три четверти голосов владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании (ст.48-49 Закона «Об акционерных обществах»).

Реорганизация акционерных обществ в форме разделения и выделения может быть осуществлена по решению уполномоченных государственных органов или по решению суда в случаях, установленных законом (ст. 57 ГК РФ). Так, например, в соответствии со ст.19 Федерального закона «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» от 25 мая 1995 г. № 83-ФЗ в случае, когда акционерное общество занимает доминирующее положение и совершило два или более нарушений антимонопольного законодательства, федеральный антимонопольный орган вправе принять решение о его принудительном разделении или выделении из его состава одной или нескольких организаций на базе структурных подразделений, если это ведет к развитию конкуренции. Если общее собрание акционеров в срок, определенный в решении антимонопольного органа, не приняло решения о реорганизации, суд по иску указанного

¹² Храброва И. Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилированные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика. М.: Издательский Дом «АЛЬПИНА», 2000.-С.198

органа назначает внешнего управляющего обществом и поручает ему осуществить реорганизацию (ст. 57 ГК РФ).

Слияния, подразумевающие выпуск новых акций, требуют регистрации в Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг даже в случае закрытых акционерных обществ.

В соответствии со ст. 17 Закона «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» федеральным антимонопольным органом путем отклонения либо удовлетворения ходатайства акционерного общества о даче предварительного согласия на реорганизацию осуществляется государственный контроль за слияниями и присоединениями компаний, если сумма их активов по последнему балансу превышает 100 тыс. МРОТ. Действующим антимонопольным законодательством также предусмотрена процедура уведомления реорганизуемой компанией федерального антимонопольного органа о свершившемся слиянии и присоединении, если сумма их активов по балансу превышает 50 тыс. МРОТ.

ГК РФ устанавливает и другие, общие для всех способов реорганизации нормы. К ним относится обязанность учредителей юридического лица или органа, принявшего решение о реорганизации, утвердить специальный документ (передаточный акт или разделительный баланс), содержащий положения о правопреемстве по всем обязательствам реорганизованного юридического лица в отношении всех его кредиторов и должников, включая и обязательства, оспариваемые сторонами.

Акционерному обществу вменяется в обязанность не позднее 30 дней с момента принятия решения о реорганизации письменно уведомить об этом своих кредиторов. Моментом принятия решения следует считать дату проведения общего собрания реорганизуемого общества, принявшего решение о реорганизации. Кредитор вправе потребовать прекращения или досрочного исполнения обязательства должника - реорганизуемого общества, и возмещения убытков. Непредъявление требования в законодательном порядке означает фактическое согласие кредитора на перевод долга на правопреемников. Данная норма, призванная охранять интересы кредиторов реорганизуемого общества, является самым серьезным ограничивающим фактором при принятии обществом решения о реорганизации, так как чревата на практике возможностью финансовых потерь для последнего.

Еще одной общей законодательной нормой для всех способов реорганизации является предоставляемое акционерам законом «Об акционерных обществах» право требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих им акций. Правом требовать выкупа акций наделены владельцы голосующих акций, включая привилегированные. Акционер может воспользоваться правом требовать выкупа принадлежащих ему акций при

условии, если он голосовал *против* принятия соответствующего решения или *не принимал* участия в голосовании.

Общество обязано заблаговременно в порядке, установленном уставом, информировать акционеров о наличии у них права требовать выкупа принадлежащих им акций, цене и порядке осуществления выкупа, включив указанную информацию в сообщение о проведении общего собрания.

Выкуп акций является безусловным обязательством общества. Законом установлен срок его исполнения – до 75 дней с даты принятия общим собранием решения о реорганизации. Однако часть акций, в отношении которых заявлено требование о выкупе, все-таки может остаться невыкупленной. Это связано с тем, что общая сумма средств, направляемых на выкуп акций не может превышать 10% стоимости чистых активов общества на дату принятия решения о реорганизации. Поэтому с учетом установленного Законом ограничения акции выкупаются у акционеров пропорционально заявленным требованиям.

Законом предусматривается «автоматическое» погашение акций, выкупленных в результате реорганизации общества. Поэтому предусмотренная Стандартами (п.14) возможность конвертации акций присоединенного акционерного общества в собственные акции, выкупленные АО, к которому осуществляется присоединение, является неверной.

Можно утверждать, что в РФ сформирована сравнительно упорядоченная система нормативно правовых актов, направленных на регулирование акционерных обществ. Однако при реализации нормативных актов неизбежно возникают проблемы, связанные с недостатком практики. Одной из таких актуальных проблем является проблема реорганизации акционерных обществ.

Как и во многих странах, в США слияние и поглощение могут быть осуществлены только с соблюдением сложившегося и отработанного годами антимонопольного законодательства, документы которого сохраняют преемственность трех принципиальных нормативных актов:

- Антитрестовский закон Шермана 1890 года, который устанавливает, что любой договор, комбинация... или сговор, приводящие к ограничению коммерции, является незаконным и что любое лицо, предпринимающее попытки монополизировать любую долю коммерческих операций, действует незаконно.
- Закон о Федеральной торговой комиссии 1914 г., запрещающий несправедливые меры конкурентной борьбы и несправедливые или вводящие в заблуждение действия или практику.

- Закон Клейтона 1914 года (с поправками Селлера - Кефопера 1950 г.), содержащий запрет на приобретение активов или акций, который в любой отрасли коммерции или в любом регионе страны порождает возможное существенное ограничение конкуренции или тенденцию создания монополии¹³.

Однако антимонопольное законодательство Российской Федерации гораздо более широко, чем антитрестовское законодательство США, и большая часть слияний в России требует одобрения Министерства по антимонопольной политике.

В соответствии с законодательством большинства стран - членов ОЭСР в октябре 1996 г. в Стамбуле был создан совместный документ – закон об акционерных обществах, согласно которому процесс реорганизации обществ основывается на следующих принципах¹⁴:

1. В большинстве государств законодательство об акционерных обществах предусматривает механизмы реорганизации компании, такие как слияние (объединение двух компаний в одну), присоединение (одна компания присоединяется к другой уже существующей компании), разделение (одна компания делится на две новых компании), отделение (новая компания создается и отделяется от уже существующей компании) и/или преобразование/трансформация (компания преобразуется в юридическое лицо другого типа). В законодательстве об акционерных обществах должны перечисляться все существующие виды реорганизации, а также указываться порядок их проведения.

2. Зачастую разные формы реорганизации могут использоваться как взаимозаменяющие. Также, операция, которая не считается реорганизацией, может преследовать те же цели, что и реорганизация. Например, продажа практически всех активов компании А компании Б, что не считается реорганизацией, может заменять присоединение компании А к компании Б. Таким образом, при продаже практически всех активов компании законодательство об акционерных обществах должно предусматривать такие же механизмы защиты интересов акционеров как и при присоединении.

3. Поскольку реорганизация представляет собой очень крупную сделку (операцию), которая сопряжена со сравнительно высокой степенью риска нанесения ущерба акционерам, решения о реорганизации должны приниматься с согласия и одобрения акционеров. С целью защиты мелких акционеров в данном случае уместным было бы требование о сверхбольшинстве. Акционеры, голосующие против реорганизации или не голосующие за утверждение реорганизации должны иметь право погашения принадлежащих им акций. В качестве альтернативы, для получения права погашения акций

¹³ <http://www.iosco.org/>

по закону может выдвигаться требование, чтобы акционер голосовал непосредственно против реорганизации, а не просто воздерживался от голосования. Однако, такое решение проблемы зависит от уровня развития инфраструктуры в странах с переходной экономикой (например, уровень развития почтовой службы), которая необходима для эффективного проведения и контроля за порядком голосования.

4. Исключение может быть уместным в такой ситуации, когда материнской компании принадлежит более 90% акций дочернего предприятия. Присоединение дочернего предприятия к материнской компании является операцией, сопряженной с конфликтом интересов, что как правило требует утверждения такой операции незаинтересованными акционерами. Однако, в таком случае право мелких акционеров на погашение принадлежащих им акций является достаточно полновесной заменой права голоса, при условии справедливой оценки стоимости их акций.

Защита интересов кредиторов при реорганизации

5. Важным аспектом реорганизации компании является вопрос относительно того, в какой степени законодательство об акционерных обществах должно включать в себя обязательные положения о защите интересов кредиторов. В некоторых странах предусмотрены весьма незначительные механизмы защиты кредиторов - как правило, это лишь заверение (подтверждение), что компания сохраняет свои обязательства перед кредитором после реорганизации. В других странах кредиторам предоставляется право требования досрочной выплаты по всем обязательствам в случае любой из форм реорганизации компании.

6. Внедрение финансовой дисциплины в рыночные отношения является важной предпосылкой успешного перехода. Поэтому, в странах с переходной экономикой законодательство об акционерных обществах должно предусматривать защиту кредиторов в случае реорганизации общества. При тех видах реорганизации, которые могут привести к пагубным последствиям, кредиторы должны иметь право требовать досрочной выплаты по обязательствам компании. Кредиторы могут дать согласие на проведение реорганизации если она не представляет для них потенциальной угрозы, при условии уведомления о проведении такой реорганизации. Предоставление такого уведомления должно быть минимальным требованием для проведения любого вида реорганизации. Это позволит кредиторам выполнить имеющиеся контрактные обязательства и, возможно, требовать досрочной выплаты по обязательствам компании, если у них есть основания предполагать, что реорганизация отрицательно отразится на их интересах. В определенных случаях кредиторам могут предоставляться дополнительные механизмы защиты: например, в случае

¹⁴ <http://www.turkey1.ru/>

разделения компании на два юридических лица или отделении новой компании от ранее существовавшей, “старые” долги могут покрываться на установленный период совокупными и раздельными обязательствами обоих юридических лиц.

Итак, подводя итоги первой главы можно отметить многообразие форм реорганизаций и их классификаций, существующих в литературе. Кроме того, очевидно, что вопросы реорганизации компаний в форме слияния и поглощения давно являются предметом пристального изучения специалистами за рубежом. Об этом свидетельствуют многочисленные исследования, посвященные данному вопросу, которые были опубликованы в иностранной литературе. Особое внимание в этих работах уделяется вопросам мотивации реорганизации и обоснованию эффективности данного метода развития компаний.

В России научная и методическая разработка данного вопроса пока недостаточна, однако, надо отметить, что в последние годы проблемы реорганизации начали интересовать и российских менеджеров и специалистов.

В отношении правового оформления процесса реорганизации стоит отметить относительное сходство в законодательстве разных стран. Однако, в ходе изучения данного вопроса выяснилось, что российское законодательство, особенно в сфере антимонопольного регулирования, шире, чем законодательство США, которое базируется на законах и положениях, принятых в еще начале XX века. В целом, система правового регулирования процедуры реорганизации в России достаточно упорядочена и основной проблемой в настоящее время является детальная проработка отдельных вопросов, возникающих при практической реализации процедуры проведения реорганизации.

Глава 2. Механизм проведения реорганизации

§ 2.1. Этапы и процедура осуществления реорганизации

Компания-покупатель, принимая решение о реорганизации, должна четко понимать всю принятую на себя ответственность и то, с чем ей придется столкнуться при реализации проекта. В результате данной операции компания-инициатор получает абсолютно отдельную экономическую единицу, имеющую собственный менеджмент, работников, технологии, сегменты рынка. Помимо того, что компания-покупатель должна интегрировать в свои существующие организационные, технологические, производственные и рыночные структуры приобретенную компанию, она должна сделать это так, чтобы эффективность новой компании в целом действительно повысилась.

Соответственно, достижение поставленных целей возможно при правильном выборе стратегии и последующей поэтапной реализации тактики реорганизации, который включает три основных этапа:

- Планирование
- Анализ
- Практическое осуществление

Рецепт успешного проведения реорганизации – это хорошее планирование и быстрое и четкое практическое воплощение спланированного.

Этап планирования начинается с процесса отбора кандидата на покупку. Необходимым условием здесь является четкое определение стратегии компании-покупателя, однако это не единственное условие. Наиболее важным моментом является местоположение компании-цели. Слияние с компанией, которая находится в связанном с покупателем сегменте рынка, бывает вызвано необходимостью роста производственных мощностей или увеличением доли рынка, расширением ее сбытовых каналов, приобретением необходимых ресурсов для своего развития или использование всего вышеперечисленного в различных комбинациях.

Слияние с компанией, которая не связана с компанией-покупателем – это диверсификация. При помощи такого слияния компания-покупатель может диверсифицировать свои текущие доходы, операции, рынки и линии сбыта или наконец, выбрать слияние как способ инвестирования временно свободных денежных средств.

В дополнение, менеджеры компании при отборе кандидатов на покупку могут устанавливать дополнительные ограничения, которым эти кандидаты должны удовлетворять (географическое положение, размеры компании, ее финансовые показатели или уровень активности корпоративного контроля в отрасли).

Критерием эффективности является максимальное увеличение благосостояния акционеров, для чего необходимо определить справедливую рыночную стоимость компании-цели. Лучшей оценкой справедливой рыночной стоимости компании-цели, акции которой котируются на фондовом рынке, является общая текущая рыночная стоимость всех ее эмитированных акций. Но эта оценка справедлива только для ликвидных фондовых рынков, к которым отнести российский рынок нельзя.

В связи с этим Н. Рудык и Е.Семенкова в своей работе предлагают оценивать справедливую рыночную стоимость российской корпорации в виде модели, прогнозирующей будущие доходы и расходы компании на несколько лет вперед¹⁵. В первую очередь осуществляется подготовка обзора, который должен состоять из двух частей: первая – прогноз финансовых и производственных показателей, вторая – информационная, не относящаяся к прогнозу. Для того, чтобы можно было приступить к расчетам, требуется собрать следующую информацию о компании-кандидате на покупку:

- Финансовую отчетность за несколько лет (первая и вторая формы баланса);
- Данные по объему производства компании, по основным типам продукции и объему ее продаж;
- Данные по настоящим и будущим капиталовложениям компании;
- Поэлементная (а не постатейная) структура затрат: амортизация, расходы на оплату труда, на энергетiku, упаковку, сырье и материалы, транспорт.

Имея эту информацию, можно достаточно четко оценить реальную стоимость даже российской компании-кандидата. Однако помимо установления справедливой рыночной стоимости нужно определить премию слияния, которая должна быть уплачена владельцам покупаемой компании. Прогнозирование абсолютно точной величины премии и возможностей по ее окупаемости на практике невозможно, используя только количественные методы анализа, так как премия также является результатом переговорного процесса.

Итак, на этапе планирования слияния определяется кандидат на покупку и проводятся первоначальные расчеты стоимости покупки и премии, уплачиваемой этому кандидату. Именно на основе информации и расчетов, полученных на этом этапе и строится работа на этапе анализа.

На этапе анализа основной задачей является определение и оценка правовых, налоговых и финансовых характеристик слияния. Этот анализ также включает в себя

¹⁵ Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. - М.: Финансы и статистика, 2000.-С.102

окончательное определение стратегии, которая будет использоваться компанией при слиянии.

Уровень правового анализа сделки зависит от формы собственности покупаемой компании. Эксперты рекомендуют российской компании-покупателю сконцентрировать свое внимание на следующих правовых аспектах:

1. Обзор соответствующих федеральных законодательств
2. Обзор местных и муниципальных законодательств
3. Процесс утверждения соглашения о намерениях сторонами, вовлеченными в слияние, а также соглашения по поводу применяемого метода оплаты и согласование структуры проведения слияния в целом
4. Рассмотрение всех возможных правовых альтернатив проведения слияния и отбор оптимального из них.

Следовательно, на протяжении этого этапа специалисты участвующие в разработке программы реорганизации должны рассмотреть все возможные юридические аспекты сделки и в соответствии с проведенным анализом выбрать оптимальный вариант юридического оформления сделки.

Обычно специалисты компании-покупателя вполне в состоянии самостоятельно справиться со всеми аспектами налогообложения сделки. Настоятельная необходимость в привлечении внешних специалистов по налогообложению возникает только в случае, если компания проводит налоговое слияние, то есть создает «налоговые щиты». Но проведение таких слияний в РФ в настоящее время не представляется возможным из-за отсутствия законодательной базы для создания этих «налоговых щитов».

Если компания не в состоянии профинансировать слияние, то единственный выход – поиск внешних источников финансирования. Вовлечение инвестиционных банков и их специалистов в процесс финансирования просто необходимо, так как с их помощью можно получить:

- Необходимые финансовые ресурсы для проведения слияния;
- Предоставление в процессе оказания финансовых услуг сопутствующую информацию;
- Полезные финансовые оценки условий предоставления кредита, целесообразности использования способа оплаты сделки;
- Услуги инвестиционного банка в случае использования в качестве оплаты сделки эмиссию каких-либо инструментов фондового рынка.

Исключением является случай, когда компания-покупатель по своим размерам во много раз превышает компанию-цель и весь процесс финансового планирования сводится к составлению бюджета долгосрочных вложений.

Бухгалтерский аспект работы на этапе анализа не менее важен, чем решения по финансированию или юридическое оформление сделки. Очевидно, что слияние может существенно отразиться на финансовой отчетности компании, и задачей является прогнозирование показателей баланса после проведения слияния.

Как правило, баланс компании прогнозируется при помощи техники *pooling of interests*, в которой все расчеты производятся без переоценки стоимости активов покупаемой компании. Затем спрогнозированный баланс корректируется на данные, полученные на предыдущих этапах работы. В результате менеджмент компании должен получить долгосрочный прогноз (на 5 лет и больше) эффекта, который окажет влияние на будущие балансы и отчеты о прибылях и убытках. В этом прогнозе должна содержаться полезная для менеджмента информация о будущих значениях таких показателей, как P/E, рейтинга облигаций компании и большинства финансовых показателей деятельности компании.

Когда компания-кандидат на покупку определена, оценена и стратегия, используемая компанией в процессе слияния, четко сформулирована, ее проведение спланировано, компания вступает в **этап практического осуществления слияния**.

Любая сделка завершается всегда переговорами, которые можно определить как окончательное согласование и утверждение всех условий проведения слияния, причем даже если слияние имеет форму тендерного предложения.

До момента принятия окончательного решения по поводу проведения слияния компания-покупатель должна осуществить несколько проверок:

- Финансовый аудит (проверка финансового состояния компании-цели);
- Аудит рискованной позиции (выявление потенциальных рисков, содержащихся в операциях, активах и выпускаемых продуктах компании-цели);
- Осуществление дополнительных проверок, аудита и анализа сделки зависит от специфики приобретаемой компании и уже выявленных предыдущими аудиторами недостатков.

Итак, от начала до конца успех реализации намеченной операции зависит от правильного выбора стратегии и тактики реорганизации, но кроме того, и от соблюдения всех юридически установленных в России процедур для выбранных форм реорганизации.

Так, для того, **чтобы осуществить реорганизацию в форме слияния**, необходимо последовательно пройти следующие основные этапы юридической процедуры:

1. Заключение договора о слиянии обществами, участвующими в слиянии.
2. Принятие решения общим собранием акционеров каждого общества, участвующего в слиянии, о реорганизации в форме слияния, об утверждении договора о слиянии и об утверждении передаточного акта.
3. Утверждение Устава и выборы совета директоров вновь возникающего акционерного общества на совместном общем собрании акционеров обществ, участвующих в слиянии.
4. Государственная регистрация юридического лица, возникшего в результате слияния.
5. Государственная регистрация выпуска ценных бумаг, размещаемых при слиянии, и отчета об итогах выпуска ценных бумаг.

Для каждого из этапов есть обязательные правила, установленные нормативными актами.

На первом этапе обязательно должны быть определены порядок и условия слияния, а также порядок конвертации акций каждого акционерного общества в акции и (или) иные ценные бумаги новой компании. В договоре при определении порядка конвертации (обмена) ценных бумаг, размещаемых при слиянии, указывается вид, категория (тип), номинальная стоимость, соотношение конвертации (обмена).

На втором этапе решение общего собрания акционеров каждого общества, участвующего в слиянии, о реорганизации в форме слияния, об утверждении договора о слиянии и об утверждении передаточного акта принимается только по предложению совета директоров большинством в три четверти голосов акционеров, принимающих участие в общем собрании акционеров.

Процедура, осуществляемая на третьем этапе, происходит только на совместном общем собрании акционеров обществ, участвующих в слиянии, в порядке, установленном Законом «Об акционерных обществах».

Для регистрации вновь созданного общества на четвертом этапе, важно проверить наличие юридически правильно оформленных документов, необходимых на первых трех этапах.

Необходимо также отметить особенности, связанные с регистрацией устава общества, созданного в результате слияния. Согласно Стандартам эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций (пп. 1.6, 1.7) уставный капитал акционерного общества, созданного в результате слияния, может

быть больше суммы уставных капиталов коммерческих организаций, участвующих в такой реорганизации, но не должен превысить стоимость чистых активов созданной компании¹⁶.

На пятом этапе необходимо соблюдение следующих требований

- Документы на государственную регистрацию выпуска ценных бумаг должны быть поданы в регистрирующий орган не позднее месяца с даты государственной регистрации компании, созданной в результате слияния.
- Решение о выпуске ценных бумаг коммерческой организации утверждается при ее создании в результате слияния – на основании и в соответствии с договором о слиянии.
- Решение о выпуске ценных бумаг должно обязательно содержать сведения о порядке и условиях размещения ценных бумаг, где указывается соответствующий способ их размещения.

Конвертация считается осуществленной в ценные бумаги компании, созданной в процессе слияния, в соответствии с договором о слиянии в момент государственной регистрации вновь созданной компании. При этом ценные бумаги компаний, реорганизуемых путем слияния, при их конвертации аннулируются.

Одновременно с государственной регистрацией выпуска ценных бумаг, размещаемых при слиянии компаний, осуществляется регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг.

При реорганизации компаний в форме присоединения необходимо прохождение следующих основных этапов процедуры:

1. Заключение договора о присоединении между присоединяемой компанией и компанией, к которой осуществляется присоединение.
2. Принятие решения общим собранием акционеров присоединяемой компании и компании, к которой осуществляется присоединение, о реорганизации в форме присоединения, об утверждении договора о присоединении и об утверждении передаточного акта.
3. Государственная регистрация выпуска ценных бумаг, размещаемых при присоединении, и отчета об итогах выпуска ценных бумаг.
4. Внесение изменений в устав акционерного общества, к которому осуществлено присоединение, связанных с увеличением его уставного капитала на номинальную стоимость размещенных дополнительных акций, увеличением числа размещенных акций и уменьшением числа объявленных акций соответствующих категорий.

¹⁶ Ганеев Р. Реорганизация акционерных обществ: практический аспект // Журнал для акционеров.-1999.-№6.- С.36

На первом этапе согласно ст.17 Закона «Об акционерных обществах» в договоре о присоединении обязательно должны быть определены порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества.

На втором этапе осуществляется процедура, аналогичная процедуре реорганизации компаний в форме слияния. Но кроме того, на совместном общем собрании акционеров принимается решение о внесении изменений и дополнений в устав и в случае необходимости по иным вопросам. В законе не говорится, какие именно изменения и дополнения вносятся в устав и в каком обществе. При этом порядок голосования определяется договором о присоединении.

Из логики следует, что эти изменения связаны прежде всего с ценными бумагами общества, к которому осуществляется присоединение, и изменением его уставного капитала. Тем более, что согласно п. 1.4 Стандартов эмиссии акций и облигации и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций указанные изменения в устав вносятся только после регистрации решения и отчета об итогах указанного выпуска и до внесения записи в государственный реестр о прекращении деятельности присоединяемой компании.

На третьем этапе обязательно соблюдение сроков подачи документов. Так, документы на государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, размещаемых при реорганизации путем присоединения, должны быть представлены в регистрирующий орган в течение трех месяцев с даты утверждения решения о выпуске ценных бумаг коммерческой организацией, к которой осуществляется присоединение.

При этом решение о выпуске ценных бумаг компании утверждается при присоединении к ней на основании и в соответствии с решением об увеличении ее уставного капитала путем размещения дополнительных акций и договором о присоединении.

Отчет об итогах выпуска ценных бумаг, в случае присоединения, должен быть представлен эмитентом в регистрирующий орган не позднее 30 дней с момента внесения в реестр записи о прекращении деятельности присоединяемой компании.

Присоединение одной компании к другой без конвертации ценных бумаг или обмена долей коммерческой организации в акции компании, к которой осуществлено присоединение, невозможно.

На четвертом этапе в случае, если конвертация акций присоединенного акционерного общества осуществляется в дополнительные акции компании, к которой осуществляется присоединение, в его устав должны быть внесены изменения, связанные с увеличением уставного капитала на номинальную стоимость размещенных дополнительных акций и уменьшением числа объявленных акций соответствующих категорий.

Уставный капитал акционерного общества, к которому осуществляется присоединение, так же как и в случае слияния, может быть больше уставных капиталов компаний, участвующих в присоединении, но не должен превысить стоимость ее чистых активов.

Резюмируя прохождение процедуры реорганизации в формах слияния и присоединения можно сделать несколько выводов об особенностях этого процесса:

Переоформление лицензий

- При слиянии новое юридическое лицо должно получить весь набор лицензий на оказание услуг в рамках региона.
- При присоединении компаний лицензии на оказание определенных видов услуг будут сохранены за компанией, к которой осуществляется присоединение и затрат на переоформление будет значительно меньше.

Организационно-учредительные вопросы

- При слиянии проведение совместного собрания акционеров в законодательстве четко не прописано (вопросы, связанные с его созывом);
- При присоединении дата и порядок проведения совместного собрания акционеров могут устанавливаться по правилам, которые закреплены в уставе того юридического лица, к которому будет производиться присоединение (основному обществу);
- Составление списка акционеров для участия в совместном собрании акционеров при присоединении может осуществляться по упрощенной процедуре в связи с тем, что регистраторы, ведущие реестр акционеров, могут предоставлять всю информацию именно основному обществу;
- При присоединении отчет о выпуске ценных бумаг регистрируется не позднее чем за 30 дней с момента внесения в реестр записи о прекращении деятельности присоединяемого юридического лица. Соответственно юридическое лицо, которое присоединяется, имеет время, чтобы соблюсти все формальности и процедуры для ликвидации. При присоединении сложнее нарушить права акционеров, проще решить вопрос сохранения рабочих мест (могут быть решены заранее);
- При слиянии регистрация отчета о выпуске ценных бумаг осуществляется одновременно с регистрацией выпуска таких бумаг, а конвертация считается проведенной с момента регистрации нового юридического лица. Такая одновременность может дать основания для неоднозначного толкования вопроса о технических процедурах с точки зрения реестра каждого из юридических лиц, участвующих в слиянии, и сроке прекращения обязанностей перед третьими лицами.

Кроме того, существенным будет вопрос, как юридические лица, участвующие в слиянии, будут осуществлять свою деятельность до момента исключения их из государственного реестра, так как данная процедура может длиться даже несколько дней;

- Если при присоединении выпуск ценных бумаг будет признан недействительным, основное общество сможет осуществлять производственный процесс, регулируя взаимоотношения с кредиторами и дебиторами, тогда как при слиянии новое юридическое лицо еще не появилось, а старое уже не функционирует.

Налоговые вопросы

Одним из ключевых вопросов сравнительного анализа слияния и присоединения как форм реорганизации с точки зрения налогообложения является вопрос о сохранении (правопреемстве) налоговой льготы по переносу убытков прошлых лет в счет будущих прибылей.

На практике при осуществлении процедуры реорганизации в форме объединения региональных телекоммуникационных компаний в Санкт-Петербурге, в Свердловской, Ростовской и Новосибирской областях наиболее трудно проходил процесс подготовки и согласования договоров о присоединении¹⁷. В связи с этим было принято решение внести в договор пункты о сохранении действия коллективных договоров для каждого трудового коллектива до момента принятия общего коллективного договора объединенной компании.

Другой проблемой оказалось отсутствие четкого законодательства по вопросу конвертации акций. По законодательству конвертация происходит в один день с одновременным исключением из государственного реестра, но не прописано, как закрывать реестр и что делать с номинальными держателями, как они должны раскрывать информацию. Возникают проблемы с регистратором и ФКЦБ, которые требуют оперативного решения.

§ 2.2. Методы оценки стоимости компаний, участвующих в реорганизации

При оценке стоимости компаний, участвующих в реорганизации используются два наиболее распространенных метода количественной оценки: метод сравнительного анализа (comparative analysis method - CA) и метод дисконтирования потоков денежных средств (discount cash flow method — DCF). Основное отличие этих методов в том, что сравнительный анализ позволяет корпорации-покупателю определить рациональную стоимость поглощения, а метод дисконтирования потоков денежных средств позволяет

¹⁷ Сидорович Е. Опыт объединения региональных телекоммуникационных компаний.// Рынок ценных бумаг.- 2000.-№16.-С.-32

определить эффект, который окажет слияние на благосостояние ее акционеров. Специалисты отмечают, что на практике при оценке слияния достаточно разумным представляется одновременное применение этих методов. Подобный комплексный анализ может сгладить отдельные недостатки, присущие каждому методу в отдельности и сделать прогнозную оценку слияния более точной.

Метод сравнительного анализа

Применение сравнительного анализа для определения стоимости слияния часто используется в практике западных участников рынка корпоративного контроля. Сравнительный анализ слияния заключается в последовательном проведении следующих двух этапов:

1. Аналитики корпорации-покупателя отбирают из всех недавно (обычно период не больше чем 1,5-2 года) проведенных сделок на рынке корпоративного контроля группу слияний, которые удовлетворяли бы следующим нижеперечисленным признакам.

- ◆ Приобретенные в этих слияниях корпорации являются родственными корпорации-цели по индустрии, финансовым показателям, качеству менеджмента и тому подобным характеристикам.
- ◆ Метод оплаты, применявшийся в этих слияниях, совпадает с методом, который собирается использовать корпорация-покупатель.
- ◆ В зависимости от того, какое поглощение собирается проводить корпорация-покупатель, в группу отбираются только жесткие поглощения либо только дружественные поглощения.

2. На основе специальной системы коэффициентов аналитики корпорации-покупателя определяют рациональную (определенную рынком) стоимость покупки корпорации цели. Этот этап является основообразующим в сравнительном анализе, поэтому его мы рассмотрим более подробно¹⁸.

Наиболее распространенной практикой является использование в сравнительном анализе следующей группы из восьми коэффициентов:

Таблица 2.2.1. Система коэффициентов для сравнительного анализа компаний

Наименование коэффициента	Расчет коэффициента	Применяемые обозначения
Коэффициент оплаченной доходности [multiple of earnings paid],	$P_t / EPSt$	P_t - стоимость приобретения одной акции корпорации-цели. $EPSt$ —значение коэффициента «прибыль на акцию» корпорации-цели.

¹⁸ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление.-М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 1999.-С.440-452

Коэффициент оплаченного потока денежных средств [multiple of cash flow paid]	Pt / CFt	Pt — стоимость приобретения одной акции корпорации-цели. CFt — поток денежных средств по акции корпорации-цели.
Коэффициент оплаченной EBIT [multiple of paid EBIT]	$APt+Dt / EBITt$	APt — агрегированная стоимость приобретенных акций корпорации-цели. Dt — рыночная стоимость долга корпорации-цели. EBITt — прибыль корпорации-цели до уплаты процентных и налоговых платежей.
Коэффициент оплаченной EBITDA [multiple of paid EBITDA]	$APt+Dt / EBITDAt$	APt — агрегированная стоимость приобретенных акций корпорации-цели. Dt — рыночная стоимость долга корпорации-цели. EBITDAt — прибыль корпорации-цели до уплаты процентных и налоговых платежей, начисленного износа и амортизации.
Коэффициент оплаченной балансовой стоимости [multiple of book value paid]	Pt / BPt	Pt — стоимость приобретения одной акции корпорации-цели. BPt — балансовая стоимость одной обыкновенной акции корпорации-цели.
Коэффициент оплаченной премии [premium paid]	$Pt - BMPt / BMPt$	Pt — стоимость приобретения одной акции корпорации-цели. BMPt — стоимость одной обыкновенной акции корпорации-цели до слияния.
Коэффициент оплаченной восстановительной стоимости [multiple of replacement cost paid]	$APt+Dt / RVA t$	APt — агрегированная стоимость приобретенных акций корпорации-цели. Dt — рыночная стоимость долга корпорации-цели. RVA t — восстановительная стоимость активов корпорации-цели.
Коэффициент цены приобретения единицы ресурса (price paid per unit of resource]	$APt+Dt / NROt$	APt — агрегированная стоимость приобретенных акций корпорации-цели. Dt — рыночная стоимость долга корпорации-цели.

		NROг — объем ресурсов (в единицах), которыми владеет корпорация-цель
--	--	---

Если корпорация, отображенная в группу, находится в высокоциклической индустрии, то при расчете коэффициентов (1) и (2) значения прибыли на акцию и потока денежных средств по акции следует исчислять как среднюю величину за период, который равен одному циклу. Также, если известны доходы, которые прогнозировала каждая корпорация из группы до своего поглощения, а также дата поглощения этой корпорации, может оказаться полезным расчет коэффициента (1) как на основе имеющихся исторических данных, так и по прогнозным данным.

Когда корпорации-цели в группе имеют значительно различающиеся структуры капитала, то значения коэффициентов (3) и (4) могут оказаться намного более полезными для анализа, нежели значения (1) и (2). Потому что различие в процентных расходах может повлиять на поток денежных средств по акции, но не на EBIT или EBITDA.

При расчете коэффициента (6) стоимость одной обыкновенной акции корпорации-цели до слияния берется равной ее стоимости за 30 дней до первоначального объявления о слиянии, таким образом, из расчета исключаются резкие стоимостные колебания, которые могут быть результатом чрезмерно бурной реакции рынка на объявление слияния. Коэффициент (7) незаменим для оценки промышленных корпораций-целей. При этом восстановительную стоимость активов целесообразно исчислять как среднюю по индустрии. Для оценки корпорации-цели, которая занимается добычей природных ресурсов (газ, нефть, уголь) и чьи активы обладают относительно низкой ликвидностью на вторичных рынках, может оказаться полезным применение коэффициента (8). Количество ресурсов, которыми владеет корпорация-цель, в этом случае определяется в физических единицах. Различные по своей природе ресурсы могут быть заменены для проведения расчетов каким-либо общим эквивалентом (например, так называемым «чистым эквивалентным баррелем»). Коэффициенты (1), (2), (5) и (6) используются для оценки акционерного капитала корпорации-цели. А коэффициенты (3), (4), (7) и (8) могут быть использованы для оценки стоимости всех активов [net assets] корпорации-цели (т.е. как долговой нагрузки, так и акционерного капитала).

Как правило, на практике возникает немало вопросов. Основная проблема при использовании метода сравнительного анализа заключается в том, чтобы отобрать группу поглощений, которые могли быть похожими на поглощение, проводимое данной компанией. Это крайне сложная задача, даже на активных западных рынках корпоративного контроля с сотнями слияний и поглощений, а тем более на российском рынке. Кроме того, если и удастся определить «рациональную» цену поглощения, оценка слияний будет не

завершена, поскольку непонятно, как эта цена отразится на благосостоянии акционеров корпорации-покупателя, то есть на стоимости акций, им принадлежащих. На этот вопрос можно будет ответить после рассмотрения метода дисконтирования потоков денежных средств.

Метод дисконтирования потоков денежных средств

Большинство корпораций, являющихся активными участниками рынка корпоративного контроля, предпочитают рассматривать процесс оценки корпорации-цели при слиянии как особый случай задачи бюджетирования капитала (оценки финансового проекта). Они считают, что хотя слияние и несет более сложные управленческие проблемы, нежели покупка какого-то отдельного актива (нового оборудования или завода), но с экономической точки зрения между слиянием и покупкой актива не существует каких-либо серьезных отличий, а, значит, к слиянию можно применять традиционные методы оценки финансовых проектов. Самый традиционный — метод дисконтирования потоков денежных средств [discount cash flow method — DCF].

Эффективность применения DCF метода обуславливается воздействием следующих факторов: во-первых, DCF-метод позволяет корпорации-покупателю учитывать в процессе анализа альтернативные издержки и временную стоимость денежных средств; во-вторых, DCF-метод позволяет определить максимальную цену слияния, которую может позволить себе уплатить корпорация-покупатель, не боясь нанести ущерб своим акционерам¹⁹.

Прежде чем применять метод DCF, аналитики корпорации-покупателя должны четко определить два показателя: во-первых, величину спрогнозированных потоков денежных средств, которые принесет корпорации-покупателю слияние; во-вторых, ставку дисконта (издержки по привлечению капитала), т. е. минимально приемлемую для рынка ставку доходности, под которую он будет готов профинансировать новый проект компании — слияние.

При прогнозировании потоков денежных средств, ожидаемых от слияния (т. е. прогнозирование размера прибыли, которую корпорация-покупатель ожидает получить в результате проведения слияния), аналитику корпорации-покупателя необходимо учитывать, что спрогнозированные им потоки скорее всего будут значительно отличаться от потоков прибыли, которые были спрогнозированы корпорацией-целью, останься она независимой, никем не приобретенной компанией. Отличие прогнозов корпорации-покупателя от прогнозов корпорации-цели может быть обусловлено тем, что первая способна более эффективно использовать активы купленной компании, добиться снижения операционных

¹⁹ Оценка бизнеса: учебник. Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации; под ред. д.э.н. Грязновой А.Г., д.э.н. Федотовой М.А.-М.: Финансы и статистика, 1998.-С.105-121

издержек. Таким образом, возникают факторы, увеличивающие дисконтированные потоки прибыли, что никогда не было бы доступно корпорации-цели, если бы она осталась независимой компанией. Кроме того, слияние может открыть перед корпорацией-покупателем новые инвестиционные возможности и перспективы роста прибыли (как, впрочем, и затрат) в результате реализации «открывшихся возможностей». Это также необходимо учитывать при прогнозировании потоков денежных средств, которые принесет корпорации-покупателю слияние.

Обычно поток денежных средств определяется следующим образом:

$$CF = OP * (1 - ITR) + DAONC - (IWC I + CE),$$

где **CF** — поток денежных средств;

OP — операционная прибыль (прибыль, полученная от основной деятельности предприятия);

ITR — ставка подоходного налога, по которой облагается предприятие;

DAONC — амортизация и иные безналичные расходы;

IWC I — дополнительные инвестиции в оборотный капитал;

CE — капиталовложения.

Помимо вышеупомянутых факторов, на которые необходимо обратить внимание при прогнозировании потоков денежных средств, существуют по меньшей мере еще два, не менее важных.

- Выбор длины временного промежутка, на котором будет осуществляться прогнозирование.
- Определение остаточной прибыли от слияния, т. е. прибыли, которая не учтена периодом прогнозирования.

На практике предпочтительным является выбор аналитиком такого временного промежутка прогнозирования, который бы не создавал излишнего «дискомфорта неопределенности» менеджменту корпорации-цели. Как известно, чем длиннее прогноз, тем хуже его качество. Также значительное влияние на выбор временного промежутка прогнозирования потоков денежных средств оказывают отраслевые особенности, политика менеджмента и специфические черты, присущие конкретному слиянию. Статистика свидетельствует, что 90% всех сделанных прогнозов потоков денежных средств от слияний имели временной горизонт от 5 до 10 лет. С другой стороны, аналитику намного лучше было бы ориентироваться не на «дискомфорт неопределенности», а на простое и рациональное правило: длина промежутка прогнозирования должна быть такова, чтобы на всей его протяженности ожидаемая ставка доходности по слиянию превышала издержки по привлечению капитала.

Очевидно, что какой бы промежуток прогнозирования не был бы выбран, он все равно не сможет полностью учесть все ожидаемые потоки денежных средств от слияния. Все, что оказывается не учтенным в выбранном временном промежутке, называют

остаточной прибылью слияния.. Другими словами, стоимость корпорации-покупателя при условии, что ожидаемая ставка доходности по проекту (слиянию) равна издержкам по привлечению капитала, не будет зависеть от предпринимаемого ею проекта. То есть она не увеличится, но и не уменьшится. Таким образом, для упрощения анализа практически всегда предполагается, что после окончания периода прогнозирования прибыли нет или, что эквивалентно, она имеет нулевой темп роста.

Если после окончания периода прогнозирования ожидаемая ставка доходности по слиянию станет ниже издержек по привлечению капитала, тогда корпорация-покупатель будет иметь дело уже не с остаточной прибылью, а с остаточным убытком. Этот вариант развития событий также необходимо учитывать и скорректировать на него результаты прогноза. Можно, конечно, предположить, что после окончания периода прогноза корпорация-покупатель в течение определенного количества лет будет иметь какой-то постоянный темп роста прибыли, но чаще всего подобные предположения не подтверждаются практикой.

В случае, если аналитический отдел корпорации-покупателя считает, что уровень риска операций корпорации-цели сопоставим с рискованностью операций их компании, ставку дисконта можно считать равной издержкам корпорации-покупателя по привлечению капитала. Величина этих издержек основывается на процентной ставке, которую корпорация-покупатель может получить, инвестируя свои средства не в слияние, а в альтернативные финансовые проекты с таким же уровнем риска.

Издержки по привлечению капитала (только в случае, если риск операций корпорации-цели равен риску операций корпорации-покупателя) могут быть рассчитаны как средневзвешенные издержки по привлечению заемного и собственного капитала для корпорации-покупателя. Средневзвешенные издержки по привлечению капитала могут быть найдены по следующей формуле:

$$WACC = (1-T) * [(D / V) * Rd] + [(E / V) * Re],$$

где WACC [weighted average cost of capital] — средневзвешенные издержки по привлечению капитала;

T - предельная ставка корпоративного подоходного налога;

Rd - доходность долговых обязательств корпорации;

Re - доходность собственного (акционерного) капитала корпорации, т.е. ее долевых обязательств;

D — стоимость всех долговых обязательств корпорации;

E — стоимость собственного (акционерного) капитала корпорации, т.е. стоимость всех долевых обязательств;

V- рыночная стоимость корпорации ($V = D + E$).

Например, если очищенные от налогов издержки по обслуживанию долга для корпорации-покупателя равны 5% (т. е. ставка процента по облигации корпорации-покупателя равна 5%), а издержки по обслуживанию ее собственного капитала оценены в 15% (т. е.

каждая акция корпорации-цели имеет доходность, равную 15%), а также предположим, что корпорация-покупатель планирует провести финансирование слияния на 20% - эмиссией долговых обязательств, а на 80% — эмиссией долевых обязательств, тогда средневзвешенные издержки по привлечению капитала могут быть найдены следующим образом:

Долговой капитал: $0,20 \cdot 0,05 = 0,01$

Собственный капитал: $0,8 \cdot 0,15 = 0,12$

Средневзвешенные издержки по привлечению капитала: $0,01 + 0,12 = 0,13$

Метод средневзвешенных издержек по привлечению капитала может быть применен только в том случае, когда уровни риска операций корпораций покупателя и продавца равны. Это означает, что проведение слияния никак не отразится на уровне рискованности операций корпорации-цели. На практике уровни риска компаний чаще всего не совпадают, и корпорации-покупателю приходится корректировать ставку дисконтирования потоков денежных средств на величину этого спреда (чем выше риск операций корпорации-цели, тем выше устанавливается ставка дисконта). Если не произвести подобную корректировку, то метод средневзвешенных издержек по привлечению капитала может дать неверные результаты, например, он будет оценивать самые рискованные проекты как наиболее привлекательные.

В настоящее время практически полностью отсутствует какая-либо эмпирическая литература, посвященная оценке качества методов количественной оценки корпоративных слияний. Единственная существующая работа – это статья 1996 г. Каплана и Рубэка²⁰.

В результате проведенного специалистами анализа применения методов оценки стоимости компаний на практике, были получены следующие результаты. Метод дисконтирования денежных средств дает достаточно надежные оценки рыночной стоимости компании-цели, но имеет постоянную тенденцию ее завышения – в среднем на 6-10%. Сравнительный метод анализа также достаточно точно определяет рыночную стоимость компании, но уже не завышает, а занижает ее истинную рыночную стоимость в среднем на 10-16%. По этим данным Каплан и Рубэк сделали предположение, что для более эффективной оценки стоимости компании-цели необходимо сначала применить метод дисконтированного денежного потока, а затем скорректировать полученные от его использования результаты на информацию, выявленную в ходе сравнительного анализа.

Но существуют по меньшей мере две основные проблемы с этими методами оценки.

²⁰ Steven N. Kaplan., Richard S. Ruback. The market pricing of cash flow forecasts: discounted cash flow vs. The method of “comparables”// Journal of Applied Corporate Finance.-vol.8.-№4.-1996.-p.-45-61

Первая – это нахождение ставки дисконта для применения моделей DCF при помощи модели CAPM, которая, к сожалению, работает только в жестких предположениях абсолютно совершенного рынка, к коим российский совсем не относится.

Вторая – это то, что для применения сравнительного метода анализа необходимо наличие активного национального рынка корпоративного контроля, который в России только начинает появляться.

Еще одна дополнительная проблема, с которой сталкивается российский аналитик, применяющий DCF – это прогнозирование потоков денежных средств. В нашей стране пока не работает классическая схема прогнозирования потоков денежных средств, а значит, и модели оценки стоимости компаний, но это не значит, что нельзя попытаться создать схему которая бы работала.

§ 2.3. Финансирование реорганизации: стратегические, финансовые и бухгалтерские аспекты

Принятие решения о применении того или иного метода финансирования при реорганизации является одним из ключевых элементов сделки, что может значительным образом повлиять на принятие окончательного решения компанией о целесообразности проведения реорганизации. Правильно выбранный метод оплаты при реорганизации в форме слияния достаточно часто позволяет сгладить несовпадение интересов покупателя и продавца корпорации. Также от применяемого метода финансирования во многом зависит, насколько успешной и прибыльной окажется деятельность компании после проведения реорганизации.

Например, если в договоре о слиянии сроки его оплаты компании растягивают на достаточно продолжительный период времени, то это может быть выгодным как для компании-покупателя (она может минимизировать текущие денежные издержки по оплате сделки), так и для компании-цели (она может снизить объем текущих налоговых платежей). Когда существует большой спрэд (разрыв) между ценой предложения и ценой спроса на покупку компании-цели в слиянии, т.е. компания-покупатель и компания-цель не сходятся в своих оценках стоимости активов компании-цели компания-покупатель может предложить компании-цели значительно увеличить размер первоначального размера оплаты слияния (до 60-65% от общей суммы, запрашиваемой корпорацией-целью), а оставшуюся сумму согласиться выплатить в зависимости от реальных будущих доходов, которые ей принесет покупка компании-цели. Используя эту технику, менеджеры компании-цели получают возможность подтвердить запрашиваемую ими цену продажи компании. В то же время компания-покупатель получает возможность точно оценить ту «премию», которую она

может выплатить компании-цели, и этим защитить себя от потенциального риска переплаты.

100%-НАЯ ОПЛАТА СЛИЯНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ

[ALL CASH TRANSACTION]

Стратегические аспекты

100 %-ная оплата слияния денежными средствами являлась самым распространенным и популярным в 80-х годах методом оплаты на рынках слияний, и сейчас компании достаточно часто предпочитают использовать именно этот метод.

Популярность этого метода оплаты можно объяснить несколькими причинами:

Во-первых, деньги — это «прозрачный» товар, следовательно, сторонам, вовлеченным в сделку, всегда будет известна их реальная стоимость и текущий уровень их ликвидности.

Эмпирически доказано, что процесс слияния, который полностью оплачивается денежными средствами, как правило, занимает период времени в среднем на 20-30% меньший, чем он занимал бы при применении иных методов оплаты.

При оплате слияния денежными средствами, даже если оно принимает форму тендерного предложения, от сторон не требуется регистрации и получения разрешения на проведение сделки в ФКЦБ — процесс, необходимый при применении в качестве оплаты эмиссии акции или облигаций.

При применении метода оплаты денежными средствами корпорации, конечно, должны в том или ином виде зарегистрировать сделку. Скорость ее прохождения и размер транзакционных издержек, которые понесут при этом компании, непосредственно будут зависеть от действующего законодательства страны, в которой проводится слияние.

Финансовые аспекты

Существует ряд значительных финансовых преимуществ, которыми обладает оплата слияния денежными средствами. Слияние, в котором применяется 100%-ная оплата денежными средствами, всегда генерирует высокие «премии» всем сторонам, вовлеченным в него потому, что при применении этого метода у компании-покупателя появляется возможность использования «налоговых щитов», а у компании-продавца появляется возможность получить некоторые налоговые преимущества в период после слияния.

Основным источником возникновения «налоговых щитов» являются амортизационные отчисления на активы компании-цели, которые способны достаточно сильно уменьшить налогооблагаемый доход и, как следствие, увеличить потоки денежных средств в период после слияния как для компании-покупателя, так и для компании-цели.

Однако, несмотря на все преимущества, золотым правилом для компании при выборе метода оплаты слияния должно быть: подбор такого метода оплаты, который бы позволил максимизировать выгоды, которые компания надеется получить от слияния и минимизировать издержки, связанные как с процессом оплаты, так и с проведением сделки в целом.

Бухгалтерские аспекты

Применение 100%-ной оплаты слияния денежными средствами также абсолютно «прозрачно» и с бухгалтерской точки зрения. Используется ли этот метод для выкупа фактических активов корпорации-цели или для выкупа ее акций - в любом случае операция поддается четкому отражению в бухгалтерском учете (как российском, так и GAAP) компании-покупателя. Но здесь российские компании лишены преимуществ, которые несет этот метод при применении бухгалтерского учета по нормам GAAP. В соответствии с нормами GAAP приобретенные компанией активы, пассивы или акции компании-цели заносятся на ее баланс по своей рыночной стоимости. Поэтому, если компания-покупатель приобретет компанию-цель по цене, превышающей ее рыночную оценку, тогда она, по крайней мере, сможет уменьшить налоги со своей покупки. В соответствии с нормами бухгалтерского учета в РФ купленные активы и пассивы компания должна будет учитывать по фактической стоимости приобретения независимо от того, совпадает эта стоимость с рыночной или нет.

ОПЛАТА СЛИЯНИЯ ПРОСТЫМИ АКЦИЯМИ [COMMON STOCK TRANSACTION]

Стратегические аспекты

Стратегический анализ этого метода показывает, что оплата слияния обыкновенными акциями содержит множество трудностей, разрешить которые бывает сложно, даже на развитом и относительно стабильном фондовом рынке, не говоря уже о российском рынке.

Еще до начала процедуры оплаты стороны должны рассмотреть такие элементы как состояние и структура акционерного капитала компании-цели, ликвидность ее акций на фондовом рынке (как внутреннем, так и на международном).

Во-вторых, необходимо проанализировать, как отразится дополнительная эмиссия обыкновенных акций на собственном капитале компании-покупателя, а также на ее текущей операционной деятельности, и, конечно, оценить долгосрочные перспективы налогообложения слияния.

Возможно, основной причиной применения этого метода оплаты слияния является тот факт, что компании-покупателю не приходится отвлекать денежные средства из своих

оборотных или основных фондов и тем самым вносить дисбаланс в свою текущую операционную деятельность. Помимо этого оплата слияния обыкновенными акциями (при правильном структурировании эмиссии и проведении процедуры оплаты) может нести выгоды для всех сторон, вовлеченных в слияние, — особенно если компания-цель не собирается выводить на фондовый рынок полученные в качестве оплаты обыкновенные акции, а планирует остаться акционером новой корпорации достаточно продолжительный период времени. Помимо этих стратегических преимуществ, этот метод также позволяет избежать увеличения долговой нагрузки на новую компанию. Еще одно преимущество этого метода перед другими (например, перед 100%-ной оплатой денежными средствами) — это бухгалтерский учет. Множество моментов учета покупки компании, которые возникают даже при использовании самых простых методов, могут быть устранены, в случае, если сделка учитывается в бухгалтерском учете при помощи техники *pooling of interests*²¹.

Несмотря на все эти преимущества, существует и несколько негативных моментов, возникающих при использовании этого метода. Наиболее ощутимый — это влияние дополнительной эмиссии на показатель EPS (доходность на акцию) компании-покупателя, а он в свою очередь на ликвидность ее акций на фондовом рынке. Также источником множества проблем может стать характер отношений между продающей и покупающей компаниями (т. е. остается ли корпорация-цель акционером новой корпорации или нет). С одной стороны, компания-цель может неплохо подзаработать, если акции компании-покупателя (т. е. новой компании) сильно вырастут в цене в среднесрочном и долгосрочном периоде после слияния. С другой стороны, даже та цена, которую она получила первоначально — на момент заключения сделки, постоянно находится под угрозой падения цен (медвежьего тренда) на акции новой компании. Как правило, в результате этих «небольших» противоречий компания-цель начинает колебаться, требовать определенных гарантий от менеджмента компании-покупателя, вести длительные переговоры по поводу своей незащищенности. Единственный выход из этой ситуации — это профессионализм менеджмента компании-покупателя, так как только если компания-цель будет уверена в том, что покупатель хорошо представляет себе перспективы своего бизнеса и к тому же умеет работать на фондовом рынке, она будет чувствовать себя более или менее защищенной, а задача компании-покупателя — убедить в этом менеджмент своей покупки.

²¹ Weston J.F., Chung K.S., Hoag S.E. *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.J., 1990

Финансовые аспекты

Принимая решение об использовании или неиспользовании этого метода оплаты в слиянии, компания-покупатель должна определить:

1. Реальную стоимость своих обыкновенных акций как со своей точки зрения, так и с точки зрения своего продавца.
2. Действительно ли издержки на финансирование слияния при помощи использования иных методов оплаты превышают издержки по применению этого метода.

Бухгалтерские аспекты

Основное «своеобразие» этого метода оплаты слияния с бухгалтерской точки зрения — это преимущества, которые предоставляет компании метод учета pooling of interests. Как правило, цена, уплачиваемая компанией-покупателем при проведении слияния, превышает величину чистой стоимости активов компании-цели, а это, при использовании метода учета pooling of interests, дает покупающей компании возможность сократить налогооблагаемую базу сделки. К сожалению, в РФ пока и это невозможно, так как применение техники pooling of interests требует стандартов GAAP и соответствующего Налогового кодекса.

ОПЛАТА СЛИЯНИЯ ОБЛИГАЦИЯМИ ИЛИ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫМИ АКЦИЯМИ [DEBT OR PREFERRED STOCK TRANSACTION]

Стратегические аспекты

Эмиссия долговых инструментов или привилегированных акций для оплаты предполагаемого слияния — это чисто финансовое решение. Оно становится стратегическим только в тот момент, когда использование иных методов оплаты слияния представляется невозможным или же акционеры компании-цели требуют использования именно этого метода. Такая позиция акционеров объясняется тем, что налоговые законодательства многих стран предусматривают значительные налоговые скидки и рассрочки продающей стороне, если в качестве оплаты применяются долговые инструменты или привилегированные акции. Слияния, при оплате которых компании-покупателю невозможно обойтись без эмиссии подобных финансовых инструментов, бывают двух видов:

- ◆ Слияния, которые требуют под свое проведение настолько крупные финансовые ресурсы, что компании-покупателю просто невозможно получить их иначе, нежели через увеличение своего левереджа (долговой нагрузки на корпорацию).

- ◆ Слияния, в которых компания-покупатель приобретает корпорацию с очень длительным циклом оборачиваемости фондов, что исключает применение иных источников финансирования, нежели эмиссия долговых инструментов или привилегированных акций.

Существует два важнейших момента, на которые компания-покупатель должна обратить свое внимание при выборе именно этого метода оплаты.

Первый — это каков уровень прибыльности ее производственно-хозяйственной (операционной) деятельности. Если компания-цель в состоянии обеспечить хорошую доходность на проведенные инвестиции (здесь инвестиции — это ее покупка) в краткосрочном и среднесрочном периоде, то компанию-покупателя не должно беспокоить решение вопроса об объеме эмиссии долговых инструментов или привилегированных акций, так как объемы прибыли позволят полностью покрыть все издержки по выплате купонных платежей или фиксированных дивидендов. Размеры же самих выплат по эмитированным под слияние ценным бумагам легко поддаются структурированию, так как этот метод оплаты, как правило, применяется только в дружественных поглощениях, где в процессе переговоров эти вопросы обсуждаются и решаются.

Второе — это возможность этого метода оплаты создавать «налоговые щиты» для акционеров или собственников компании-цели. Налоговые кодексы большинства стран позволяют проводить такую структуризацию сделки, что акционеры компании-цели в течение нескольких лет после слияния оказываются полностью или частично освобожденными от налогообложения по факту продажи (как это оказывается возможным, мы рассмотрим в следующей главе). К сожалению, в Налоговом кодексе РФ не предусмотрены льготы по такого рода операциям. Преимущество «налоговых щитов» заключается в том, что компания-покупатель за счет этого сможет выторговать для себя некоторые преимущества при проведении других этапов слияния или уменьшить на сниженные правительством налоги свою цену предложения на покупку.

Финансовые аспекты

Как уже было отмечено, эмиссия облигаций или привилегированных акций под оплату слияния — это чисто финансовое решение. Прежде чем принять решение об использовании этого метода компания-покупатель должна рассмотреть и проанализировать следующие вопросы:

- Действительно ли компании по силам проведение эмиссии таких достаточно сложных финансовых инструментов, какими являются облигации и привилегированные акции, и нет ли у компании иных источников финансирования своей покупки?

- Действительно ли, эмитируя под оплату слияния облигации или привилегированные акции, компания несет меньшие издержки по оплате, чем если бы она применяла иные методы оплаты?
- Существует ли такой метод структурирования эмиссии облигаций или привилегированных акций, при котором акционеры компании-цели действительно получили бы свой «налоговый щит»?
- Сумеет ли компания выторговать себе реальные выгоды у компании-цели за применение этого метода оплаты?

Если аналитики компании-покупателя получили утвердительные ответы на все четыре вопроса, то стоит реально подумать о применении в слиянии именно этого метода оплаты.

Бухгалтерские аспекты

По стандартам бухгалтерского учета GAAP, выпуск компанией-покупателем для оплаты слияния облигаций или привилегированных акций будет рассматриваться абсолютно так же, как и 100%-ная оплата слияния денежными средствами. Стоимость эмитированных ценных бумаг будет такой же, как если бы они были выпущены не под слияние. Однако если рассматривать этот процесс с точки зрения движения финансовых потоков, в данном варианте денежные средства от этой эмиссии это не временно свободные средства компании-покупателя, а ее затраты на слияния. В РФ в этом случае все совпадает с западными стандартами бухгалтерского учета за исключением занесения купленных и проданных ценных бумаг по рыночной стоимости — у нас они отражаются по стоимости их фактического приобретения.

ОПЛАТА СЛИЯНИЯ КОНВЕРТИРУЕМЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (CONVERTIBLE SECURITIES TRANSACTION)

Стратегические аспекты

Основным стратегическим преимуществом использования при оплате слияния конвертируемых ценных бумаг является возможность эмиссии компанией-покупателем обыкновенных акций без немедленного эффекта «разводнения» своего капитала через эмитирование облигаций и привилегированных акций, причем без появления перспективы долгосрочного увеличения своей долговой нагрузки. Процесс оплаты происходит следующим образом: компания-покупатель выпускает ценные бумаги для оплаты слияния так, чтобы их общая номинальная стоимость равнялась цене слияния, но оговаривает, что эмитированные ценные бумаги могут быть конвертируемы (обменены) на определенное количество обыкновенных акций в определенный момент в будущем, причем по цене, превышающей текущую стоимость обыкновенных акций компании-покупателя. Эта

оговорка о конвертируемости позволяет компании-покупателю повысить эффективность проведения процедуры оплаты слияния, а значит, и всего слияния в целом, за счет снижения количества эмитируемых обыкновенных акций, так как эмиссия подобных инструментов всегда сопряжена с крупными транзакционными издержками. Этот метод оплаты является всего лишь расширением метода оплаты слияния при помощи обыкновенных акций. Необходимо отметить, что компании, решившей использовать этот метод, придется определенное время нести бремя уплаты фиксированных купонных платежей (в случае выпуска облигаций) или фиксированных дивидендов (в случае выпуска привилегированных акций).

На практике основной причиной достаточно частого использования компаниями этого метода оплаты является возможность получения значительных скидок на налогах для акционеров компании-цели.

Финансовые аспекты

Основные финансовые аспекты, которые должны быть предметом тщательного анализа со стороны компании-покупателя при применении данного метода оплаты, это:

- а) стоимость акционерного капитала компании-покупателя
- б) величина текущих дивидендов по обыкновенным акциям как компании-покупателя, так и компании-цели.

Основной и, пожалуй, единственной причиной, по которой акционеры и владельцы компании-цели будут согласны на применение этого метода оплаты слияния, будет, когда величина дивидендов по акциям компании-покупателя, а также ее дивидендов после слияния, значительно превысит величину дивидендов, которые эти акционеры и владельцы получают по акциям собственной компании. Корпорации-покупателю применение данного метода принесет дивиденды только тогда, когда этот метод даст ей возможность финансирования слияния при помощи обыкновенных акций, избегая при этом эффекта «разводнения» своего капитала, что является недоступным при проведении оплаты обыкновенными акциями в чистом виде.

Бухгалтерские аспекты

Выпуск под оплату слияния конвертируемых ценных бумаг влияет как на баланс компании-покупателя, так и на ее показатель P/E (price earnings ratio). В этом случае необходимо учитывать и возможное изменение облигационных рейтингов, показателей долговой нагрузки. Иная ситуация складывается в отношении рейтинговых оценок в Российской Федерации, и по отечественным акционерным обществам показатели P/E, как правило, не анализируются, облигационные рейтинги отсутствуют, а коэффициенты долговой нагрузки не рассчитываются. Единственное, что в случае применения данного варианта необходимо сделать — оформить эмиссию в соответствии с нормативными

документами бухгалтерского учета и постановлениями Федеральной комиссии по ценным бумагам РФ.

ОПЛАТА СЛИЯНИЯ «ПО ВОЗМОЖНОСТИ» ИЛИ УСЛОВНЫЙ МЕТОД ОПЛАТЫ СЛИЯНИЯ [CONTINGENT TRANSACTION]

Стратегические аспекты

Метод оплаты «по возможности» является расширением всех существующих методов оплаты слияния. Суть его заключается в следующем: компания-покупатель предлагает компании-цели сначала выплатить только часть запрашиваемой ею цены за продажу, от 60 до 90% общей суммы (независимо от того — денежные средства, обыкновенные акции, облигации, привилегированные акции или конвертируемые ценные бумаги используются для оплаты), а оставшуюся часть суммы "выплатить в зависимости от наступления определенного события". Как правило, таким событием становится достижение компанией-покупателем цели, для реализации которой она и проводила слияние (увеличение дохода, расширение линий сбыта и т. п.). Например, компания-покупатель может согласиться выплатить компании-цели predetermined сумму только в том случае, если в результате слияния она сумеет увеличивать темпы роста своей прибыли на 5% ежегодно, причем будет делать это в течение двух лет с момента заключения сделки.

Использование для оплаты слияний этого метода имеет два важных стратегических аспекта:

- метод позволяет компании-покупателю нивелировать разницу между ценой предложения и ценой спроса на покупку (bid-ask spread);
- метод предоставляет компании-покупателю прекрасную возможность стимулировать собственников компании-цели, как в процессе проведения слияния, так и в течение нескольких лет после его проведения.

Финансовые аспекты

Данный метод имеет ряд несомненных преимуществ с финансовой точки зрения. Наиболее существенным финансовым аспектом этого метода является предоставляемая им возможность четкого и честного определения издержек и выгод от проведения слияния. Кроме того, этот метод предоставляет возможность сглаживания противоречий на этапе согласования цены покупки, и в дальнейшем покупатель получает возможность более обоснованно определить размер премии, которую он может позволить себе уплатить для осуществления слияния. Учитывая это, можно сказать, что «оплата по возможности» — просто находка для компании, которая имеет достаточное количество времени для

переговорного процесса и недостаточное количество средств для «мгновенной» оплаты слияния.

Бухгалтерские аспекты

С бухгалтерской точки зрения этот метод является менее привлекательным для западных корпораций, так как по стандартам GAAP он не позволяет применять технику pooling of interests и снижать некоторые налоги, а для РФ (с бухгалтерской точки зрения) он не хуже и не лучше остальных методов.

ОПЛАТА СЛИЯНИЯ ГИБРИДНЫМИ И ПРОИЗВОДНЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

[HYBRID AND DERIVATIVE SECURITIES TRANSACTION (HYBRID CURRENCIES)]

Гибридные ценные бумаги, такие, как варранты, опционы «колл»- или «пут» на акции и облигации компании-покупателя из-за их сложности используются при оплате слияний не так широко, как все рассмотренные выше методы оплаты (даже в практике слияний и поглощений экономически развитых стран Запада). Применение их в РФ на сегодня невозможно из-за отсутствия в последней развитого фондового рынка.

- ✓ Варрант — долгосрочный опцион «колл», выпускаемый компанией-покупателем на собственные акции или облигации.
- ✓ Опцион «колл» — контракт между акционером(ами) компании-цели и компанией-покупателем, предоставляющий акционеру(ам) компании-цели право купить определенное количество акций или облигаций компании-покупателя у компании-покупателя по определенной цене в любое время до конкретной даты включительно.
- ✓ Опцион «пут» — контракт между акционером(ами) компании-цели и компанией-покупателем, предоставляющий акционеру(ам) компании-цели право продать определенное количество акций компании-покупателя самой компании-покупателю по определенной цене в любой момент времени до конкретной даты включительно.

КОМБИНИРОВАННЫЕ МЕТОДЫ ОПЛАТЫ СЛИЯНИЯ [COMBINED TRANSACTION]

Компании чаще всего предпочитают использовать все рассмотренные методы оплаты в «чистом виде». Это объясняется тем, что каждый метод даже в «чистом» виде несет множество комплексных проблем компании-покупателю, и, естественно, мультипликативный эффект, увеличивающий их количество, будет обеспечен компании, если начать комбинировать различные методы оплаты. Как правило, компания может пойти на комбинированную оплату слияния (например, 40% — привилегированными акциями,

20% — облигациями, а 40% — обыкновенными акциями или 75% - денежными средствами плюс 25% - обыкновенными акциями) только в том случае, если именно на использовании такого метода настаивают акционеры или собственники компании-цели или компания-покупатель при комбинировании различных методов минимизирует издержки по оплате и максимизирует свои выгоды. Выбор метода оплаты зависит от конкретного случая и основывается на тщательных расчетах сравнительной эффективности каждого из них.

Итак, мы рассмотрели практически все реально используемые на практике методы оплаты слияний. Половина этих методов все еще неприменима в РФ, но наиболее эффективным (как в России, так и за рубежом) по-прежнему остается 100%-ная оплата денежными средствами. Вместе с тем многое определяется взаимоотношениями между компанией-покупателем и компанией-целью, и если они сумеют договориться, то и в России могут оказаться применимыми методы оплаты слияния при помощи ценных бумаг. В любом случае любой руководитель или менеджер должен знать все перечисленные методы оплаты и понимать, с какими издержками и выгодами сопряжено их использование.

В заключение продемонстрируем анализ методов оплаты, которые применялись английскими компаниями на протяжении 1972-1992 гг. на рынке корпоративного контроля.

Таблица 2.3.1. Методы оплаты на рынке корпоративного контроля Великобритании, 1972-1992 гг.

Год	Всего, млн фунтов стерлингов	Денежные средства, %	Обыкновенные акции, %	Облигации и привилегированные акции, %
1972	2 532	19	58	23
1973	1 304	53	36	11
1974	508	68	22	9
1975	291	59	32	9
1976	448	72	27	2
1977	824	62	37	1
1978	1 140	57	41	2
1979	1 656	56	31	13
1980	1 475	52	45	3
1981	1 144	68	30	3
1982	2 206	58	32	10
1983	2 343	44	54	2
1984	5 474	54	34	13
1985	7090	40	52	7
1986	15 370	26	57	17
1987	16 539	35	60	5
1988	22 839	70	22	8
1989	27 250	82	13	5
1990	8 329	77	18	5
1991	10434	70	29	1

1992	5939	63	36	1
Источник: Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. - М.: Финансы и статистика, 2000.-С.135				

По представленным в таблице 2.3.1. данным, можно сделать следующие выводы:

- Оплата денежными средствами применялась по меньшей мере в 50% всех слияний за исключением 1972, 1983, 1985, 1986 и 1987 годов.
- Оплата обыкновенными акциями применялась более чем в 50% только в 1972, 1983, 1985 и 1987 годы.
- В 1987 г., когда произошел крах мировых фондовых рынков, оплата денежными средствами применялась в 35% случаев, а оплата обыкновенными акциями в 60% случаев. В 1988 г., когда ситуация на фондовых рынках выправилась и вошла в стадию роста, мы наблюдаем зеркально противоположную ситуацию, оплата денежными средствами применялась в 70% случаев, а оплата обыкновенными акциями в 22% случаев.
- Метод оплаты слияния облигациями и привилегированными акциями в среднем применялся лишь в 10% всех слияний.

Выбор корпорацией-покупателем метода оплаты денежными средствами или обыкновенными акциями является функцией текущего состояния национального фондового рынка.

§ 2.4. Автоматизация процесса анализа слияния компаний

В результате проведенного исследования рынка программных продуктов по автоматизации процесса реорганизации выяснилось, что до настоящего времени подобных комплексных разработок в этой области не было. Однако на различных этапах реорганизации возможно применение программных средств широко используемых на рынке, а именно:

- программы **Project Expert** - для оценки эффективности вложения средств компании-покупателя, также при разработке детального плана развития компании, когда создается динамическая финансовая модель компании и проигрывается на ней варианты реализации той или иной стратегии, определяя самую эффективную из них; новая улучшенная версия данного программного продукта также включает в себя модуль, разработанный для автоматизации процесса оценки стоимости компании, как на основе метода дисконтирования денежных потоков (включая

расчет ставки дисконтирования и коэффициента внутренней доходности), так и на основе сравнительного анализа компаний²²;

- программы **Audit Expert** - на этапе анализа компании-цели и отбора кандидатов на слияние. Современному руководителю нужна исчерпывающая информация о финансовом состоянии компании, инвестору необходима полная картина развития предприятия для принятия решения о реорганизации, кроме того компании-покупателю необходим эффективный инструментарий для обработки финансовой информации. Данный программный продукт позволяет проводить всесторонний анализ финансового состояния предприятия и динамики его развития; рассчитывать и сравнивать с нормативными значениями финансовые показатели, характеризующие состояние бизнеса, осуществлять преобразование стандартных российских бухгалтерских отчетов в формы, соответствующие Международным стандартам финансовой отчетности (IAS), позволяет разрабатывать собственные методики анализа с использованием детальных данных бухгалтерского учета; проводить сравнительный анализ группы компаний (до 16000), выделяя наиболее перспективные и неблагоприятные из большого объема данных; получать консолидированную отчетность для холдинга.
- для оценки состояния рынка, позиции компании-цели и перспектив ее развития применяется **Marketing Expert**, который позволяет оценивать конкурентоспособность компании-цели (SWOT - анализ); при выборе компании-цели разрабатывать наиболее эффективную стратегию ее достижения; оценивать риски, связанные с реализацией каждой из стратегий.

Конечно, использование перечисленных программных средств облегчает работу, но с другой стороны не позволяет систематизировать полученные результаты и проводить комплексный анализ сделки реорганизации.

Однако, в связи с активизацией процессов реорганизации и роста числа сделок слияний и присоединений, в последнее время начались разработки специализированных программных продуктов в этой области. Одной из первых явилась программа **Financial Executives Institute Member Acquisition Model**, разработанная на базе программного продукта компании *Microsoft Office*²³. В шаблоне табличного редактора **Excel** с использованием языка *Visual Basic* создана программа расчета анализа эффективности слияния компаний.

²² <http://www.pro-invest.com/>

²³ <http://www.bizoffice.ru/>

Эта простейшая модель разработана для оценки 100%-го приобретения компании-цели путем выкупа ее акций или активов, при финансировании сделки выпуском дополнительных акций или наличностью. Данная модель оценивает сделки с точки зрения будущих доходов на каждую выпущенную акцию. Все последующие расчеты производятся при помощи финансовых функций *Excel*. Кроме того, данная модель позволяет рассчитать эффект синергии от слиянии компаний регулируя и корректируя исходные данные по компании-цели.

Итак, расчет осуществляется в четырех вариантах:

1. приобретение акций компании-цели за наличные (cash for stock);
2. приобретение активов компании-цели в обмен на акции компании-покупателя (stock for assets);
3. выпуск дополнительных акций компании-покупателя для обмена на акции компании-цели (pooling);
4. оплата приобретенных активов компании-цели наличными (cash for assets).

На основе данных формы №2 баланса или Отчета о прибылях и убытках рассчитываются коэффициенты прибыли на акцию и другие финансовые коэффициенты компании-покупателя до осуществления слияния и после. Затем вводятся исходные параметры сделки: инструмент оплаты приобретения, налоговые составляющие, цена акции компании-цели и компании-покупателя, валюта сделки, оценка активов компании-цели, долговая нагрузка приобретаемой компании, объем дополнительной эмиссии компании-покупателя (если необходимо).

Далее на основе заданных параметров автоматически рассчитываются таблицы:

1. Чувствительности доходов на изменения в стоимости акции компании-цели в будущих периодах с шагом 1\$;
2. Чувствительности доходности на изменения в цене приобретения для компании-покупателя при изменении процентной ставки на 0,125%;
3. Расчет внутренней доходности от слияния при заданных параметрах изменения стоимости акции компании-цели и цены приобретения для компании-покупателя;
4. Наконец, расчет чувствительности доходности сделки при различном соотношении наличных денег и акций компании-покупателя при комбинированном методе оплаты слияния.

Причем таблицы под номером 3 и 4 рассчитываются только при оплате сделки наличными.

Таким образом, вторая глава данной работы полностью посвящена практическим аспектам проведения реорганизации, а именно таких ее форм как слияние и присоединение. Исследуя механизмы проведения реорганизации можно заключить, что воплощение в жизнь проекта реорганизации требует немалых усилий и исследований во многих областях. Многоступенчатая процедура проведения реорганизации сложна и для достижения положительного результата требует тщательного планирования, анализа и четкой практической реализации при соблюдении всех законодательно установленных норм.

Необходимо отметить, что важным этапом реорганизации является выбор метода оценки стоимости приобретаемой компании, так как от правильности выбора компании-кандидата и оценки ее настоящей и будущей стоимости зависит благосостояние акционеров компании-приобретателя. В этой связи в главе были рассмотрены количественные методы оценки стоимости бизнеса и их недостатки, а также корректность их применения в российских условиях.

Однако самым важным моментом в данной главе, на наш взгляд, является рассмотрение проблемы финансирования реорганизации, поскольку непосредственно затрагивает вопросы участия в реорганизации ценных бумаг, как инструментов фондового рынка. Проведенное исследование позволяет утверждать о широком применении ценных бумаг и их комбинаций при финансировании реорганизации и выборе метода оплаты слияния. Таким образом, невозможно принизить роль, которую играют ценные бумаги в процессе реорганизации компаний.

Дополнительным доказательством данного тезиса может служить алгоритм работы программных средств, рассчитывающих эффект от слияния компаний. Так, ключевым звеном, в зависимости от которого построен расчет эффективности и является метод финансирования сделки.

Глава 3. Особенности реорганизации компаний в России

§ 3.1. Тенденции концентрации капитала в период передела собственности

Глобализация экономических отношений означает прежде всего превращение мировой экономики в площадку, поделенную между крупнейшими корпорациями. Процессы слияния и поглощения, происходящие в последнее время, приводят к невиданному прежде укрупнению субъектов хозяйствования.

Подобные процессы не обошли стороной и Россию. Крупные финансово-промышленные конгломераты начали формироваться в нашей стране в ходе приватизации и залоговых аукционов. Кризис 1998 года оставил свой негативный след в истории отечественного предпринимательства. Однако те компании, которые выжили, пытаются вписаться в мировой экономический процесс (при этом почти все они находятся в очень невыгодных конкурентных условиях: большинство испытывает острый финансовый дефицит, а их капитализация занижена).

Рынок ценных бумаг в России развивался с самого начала как рынок корпоративного контроля, активизируя передел собственности между участниками фондового рынка – владельцами акций. Современная ситуация на отечественном фондовом рынке характеризуется увеличением масштабов выкупа акций с целью передела собственности, который имеет легальную основу прежде всего в существовании рынка ценных бумаг – инструмента осуществления этих операций. А сам передел проводится под видом реорганизации, схемы которой не всегда укладываются в рамки закона.

Несмотря на это в России набирает обороты процесс концентрации капитала. Наличие у самых разных компаний стремления к концентрации обусловлено конкурентными преимуществами крупных бизнес структур перед мелкими и средними хозяйствующими субъектами:

- Возросшие возможности в финансировании разработки новых видов продукции и внедрения их в сжатые сроки в массовое производство;
- Относительно большая легкость получения кредитов, доступность облигационного финансирования, а в критических обстоятельствах и государственной поддержки;
- Определение производственной программы в расчете на пространственно большой рынок сбыта, на котором всегда появляется эффект усреднения колебаний конъюнктуры;
- Возможность диверсификации производства;
- Экономия благодаря эффекту масштаба на издержках производства и сбыта;

- Более высокий экспортный потенциал не только за счет низкой себестоимости, но и за счет развитых сбытовых сетей за пределами национальной экономики;
- Возможность возведения стратегического планирования на высший уровень менеджмента корпорации без ущерба для эффективности ее функционирования, при сохранении за управляющими звеньями более низкого уровня оперативного контроля и руководства;
- Способность дольше противостоять воздействиям извне.

Все эти факторы и приводят к тому, что процессы концентрации усиливаются, одновременно переходя на новый качественный уровень.

Российские менеджеры в приобретении других российских компаний и (или) слиянии с ними видят возможность создания потребительской ценности и повышения эффективности своих компаний.

С точки зрения руководителя отдела консультационных услуг фирмы «ПрайсвогтерхаусКуперс» Сергея Базоева, в краткосрочной перспективе реорганизация и консолидация будет происходить в более сильных отраслях российской экономики. Будет наблюдаться также искоренение слабых и неэффективных компаний.²⁴

В среднесрочной и долгосрочной перспективе, несмотря на недавний удар, нанесенный иностранным инвесторам, кризис 1998 года создал возможности для инвестиций в российские фирмы, открытые для этого. Их относительно низкая стоимость может привести к увеличению числа международных слияний. То есть финансовая ситуация в России может ускорить темпы слияний в тех секторах экономики, которые были готовы к ним до возникновения кризиса. К ним относятся:

- ◆ секторы с высокой степенью фрагментации (банковский, фармацевтический, пивоваренный, пищевой, сотовой связи);
- ◆ секторы, в которых предприятия овладели различными специальными знаниями (банковский, фармацевтический);
- ◆ секторы, в которых производство отделено от продаж и маркетинга (черная и цветная металлургия);
- ◆ секторы, в которых основное сырье поступает на производственное предприятие от одного или нескольких малых предприятий (также черная и цветная металлургия).

В будущем слияния вероятны в секторах с высокой степенью роста, где российским компаниям имеет смысл объединить усилия для более эффективного проникновения на российский и международный рынки. Слияния между российскими и западными компаниями также не следует исключать. Россия обладает богатыми природными

²⁴ Базоев С. Мировой бизнес: эпоха слияния компаний // Рынок ценных бумаг.-1999. №4.-С.42

ресурсами, квалифицированной и образованной рабочей силой и пойдет на слияния для того, чтобы воспользоваться западными финансами и опытом.

В России происходили как горизонтальные, так и вертикальные слияния и поглощения. Сегодня наибольшее количество слияний и поглощений наблюдается в табачной, пищевой, фармацевтических отраслях, а также в производстве потребительских товаров. Наиболее примечательным явилось приобретение местных компаний по производству фармацевтических товаров фирмой *ICN Pharmaceuticals*, расположенной в США.

В табачную промышленность России крупнейшими мультинациональными производителями в течение короткого времени были инвестированы значительные средства в основном путем приобретения местных фабрик. Такие фирмы, как *RJ Reynolds*, *Philip Morris*, *British American Tobacco* стали владельцами ряда компаний на территории СНГ.

Для того, чтобы яснее представить себе происходящие в настоящее время в экономике России процессы, приведем два наиболее известных и общих примера.

Кризис 1998 года оказал на российскую пищевую промышленность в целом позитивное влияние. Девальвация рубля резко снизила эффективность импорта продовольствия, в результате чего активизировался процесс импортозамещения на таких сегментах рынка, как пивной, кондитерский, макаронный табачный и другие. Одновременно улучшились рыночные возможности отечественных производителей по экспорту своей продукции.

Высокие темпы роста выпуска продукции в пищевой промышленности (в среднем на 4-6% при 25-30% по отдельным подотраслям) в 1999 году были обусловлены всплеском инвестиционной активности в отрасли, являющейся наиболее привлекательной среди отраслей с коротким инвестиционным циклом.

Инвестиционный бум в пищевой промышленности во многом был связан со стремлением иностранных производителей сохранить свое присутствие на привлекательном российском продовольственном рынке вопреки резкому ухудшению эффективности импорта готовой продукции и наметившейся тенденции формирования потребительского патриотизма россиян. В результате к 1 апреля 1999 г. в отрасли было накоплено более 2,4 млрд. долл. иностранных инвестиций²⁵.

Отмеченные выше тенденции предопределили интенсификацию процессов концентрации и интеграции в отрасли. Основным инструментом, используемым при этом игроками рынка, стали, как и во всем мире, сделки слияния и поглощения. Хотя процессы концентрации отмечены во всех подотраслях пищевой промышленности, индустриями,

²⁵ Антонов В., Колосов А. Глобализация мирового рынка пищевой продукции // Рынок ценных бумаг.-2000.- №6.-С.18

наиболее подверженными «мании» слияний и поглощений, на современном этапе являются все же кондитерская, пивоваренная, табачная и молочная.

Производство пива можно признать наиболее успешным сегментом отечественной пищевой промышленности. Рост выпуска продукции в этой подотрасли продолжается уже 5 лет, причем темпы подъема постоянно нарастают: с 5% в 1995 г. до 30% в 1999 г. Позитивное влияние на динамику выпуска отечественного пива оказали девальвация рубля, улучшение качества в сочетании с кардинальным расширением ассортимента и «европеизация» пьющих россиян, в массе своей медленно, но вернодвигающихся от водки к пиву.

Однако использование данных факторов в полной мере стало возможным именно благодаря концентрации, развернувшейся в отрасли с середины 90-х годов и позволившей российским пивоварам воспользоваться эффектом экономии на масштабе производства и привлечь значительные ресурсы для модернизации. Формирование двух крупнейших игроков пивного рынка базировалось на приобретении иностранными компаниями российских пивоваренных заводов и их последующей модернизации.

Скандинавский концерн *Baltic Beverages Holding (BBH)* приобрел акции пяти российских пивоваренных заводов – «Балтики»(С.-Петербург), Ярославского пивзавода, завода «ТАОПиН» (г. Тула), Красноярского пивзавода «Пикра» (сделка 2000 г.) и «Челябинскпива» первоначальная доля ВВН в последнем составила, по итогам сделки в январе 1999 г. 20%, в дальнейшем она должна быть доведена посредством дополнительной эмиссии до 75%. Интересно, что в результате новой сделки поглощения тульского предприятия фактически происходит усиление контроля ВВН, хотя его собственная доля и снижается вдвое (до 25%)²⁶.

Холдинговая компания *Sun Interbrew (SI)* была образована весной 1999 г. за счет объединения активов, которыми владели в России и странах СНГ бельгийский пивной концерн *Interbrew* и компания *Sun Brewing*, входящая в *Sun Group (Индия)*. Сделка по слиянию конкурентов, оцениваемая в более чем 300 млн.долл., стала ответом на активные действия ВВН – «Балтики».

Слияние вывело *SI* на второе место по объему выпуска пива в России (60 млн декалитров в 1999 г.), а осуществленные инвестиции позволяют рассчитывать на рост производства в 2000 г. как минимум на 15%. Последним приобретением уже объединенной компании стала покупка 50% акции «Клинского пивзавода»²⁷.

²⁶ Антонов В., Колосов А. Глобализация мирового рынка пищевой продукции // Рынок ценных бумаг.-2000.- №6.-С.18

²⁷ Антонов В., Колосов А. Глобализация мирового рынка пищевой продукции // Рынок ценных бумаг.-2000.- С.19

Высокая активность процессов на пивном рынке России, позволяет утверждать, что сделки слияния и поглощения останутся основным инструментом реорганизации отрасли еще в течение нескольких лет. И конкуренцию лидерам в этом могут составить как «Очаково», так и закрепившиеся на российском рынке датская *Carlsberg Group*, владеющая 66% акций петербургской «Вены», турецкая «Эфес» и южноафриканская *SAB* с новыми заводами под Москвой и в Калуге.

На рынке кондитерской промышленности вплоть до 1995 года продолжался спад производства (в целом на 40% от дореформенного уровня), однако итоги 1999 года позволяют рассчитывать в ближайшие несколько лет на преодоление рынком докризисного уровня, тем более что российский рынок кондитерских изделий признается по потенциалу вторым в мире.

Важными особенностями российского кондитерского рынка являются:

- Определяющая роль отечественных крупных бизнес-структур в процессе концентрации производства;
- Преобладание у иностранных производителей стратегии проникновения на рынок путем строительства фабрик, а не скупки уже существующих предприятий.

Начиная с 1995 г. на территории России введены в эксплуатацию уже три предприятия: кондитерские фабрики компаний *Mars* (США), *Cadbury Schweppes* (Великобритания), *Stollwerck* (Германия).

Политика остальных крупных игроков носит ярко выраженный экспансионистский характер и строится на поглощении как столичных, так и региональных кондитерских фабрик и проведении их коренной модернизации после включения в состав холдинга.

Так, «Концерн Бабаевский», сумевший взять под контроль «Южуралкондитер» (г. Челябинск), новосибирскую и сормовскую (г. Новгород) кондитерские фабрики, а также московский «Рот Фронт», занимает первое место на российском кондитерском рынке.

Холдинг, формирующийся вокруг АО «Красный Октябрь», в настоящее время включает 8 предприятий из разных регионов России. Сейчас на базе обанкротившегося биробиджанского «Кондитера» создается еще одно подразделение.

Швейцарский концерн *Nestle* стал единственным иностранным производителем, использовавшим для утверждения в России тактику своих основных местных конкурентов – метод слияний и поглощений. Выбранная *Nestle* стратегия наращивания активов в кризисный период (в 1998-199 гг. были приобретены контрольные пакеты акций кондитерских фабрик «Алтай» 9Г. Барнаул) и «Камская» (г. Пермь)) оказалась выигрышной. Она позволила группе *Nestle* занять третье место на рынке и стать владельцем

одной из наиболее престижных национальных марок в момент поворота российского потребителя в сторону отечественных товаров²⁸.

Укрупнение и передел собственности в отрасли производства кондитерских товаров далеко от завершения. Подтверждением этого тезиса является сообщение о намерении компании «Конфи» (г. Екатеринбург), «Волжанка» (г. Ульяновск) и «Заря» (г. Казань) в начале 2000 г. войти в состав нового кондитерского холдинга, создаваемого владельцами контрольных пакетов перечисленных предприятий – инвестиционными фондами *Barings Vostok Capital Partners* и *Capital International*²⁹.

Отечественный табачный рынок, по оценкам экспертов, является одним из самых крупных в мире и уступает только китайскому, американскому и японскому.

Табачная отрасль по праву может считаться самой быстроразвивающейся отраслью России. Накопленные к концу 1999 г. инвестиции в табачный бизнес составили 1 млрд. долл. при этом инвест-программы крупнейших производителей сигарет предусматривают дальнейшее увеличение капиталовложений – на 600 млн. долл. в год в период до середины 2001 года.

Особенности процессов концентрации, проходящих в российской табачной промышленности, связаны с двумя аспектами:

- одинаковой активностью иностранных корпораций как в поглощении российских компаний, так и в возведении производств с «нуля»;
- влиянием на российскую ситуацию новой волны слияний и поглощений среди мировых лидеров.

В настоящее время крупнейшим производителем сигарет в России является *Phillip Morris*, доля компании на рынке достигает 25%. К *Japan Tobacco* перешли армавирская, елецкая табачные фабрики и «Р.Дж.Р.-Петро», поглощенные и модернизированные в свое время группой *R.J.Reynolds*.

Проявляют себя в плане использования инструментов слияний и поглощений и более мелкие иностранные компании. Шестая по величине и старейшая в Америке *Western Tobacco Investments LLC* удвоила производственные мощности контролируемой российской фабрики «Дукат».

Из самостоятельных российских производителей можно отметить «Донтабак», сумевший в 1999 г. совместно с заводом «Новосибметалл» организовать новое производство «ДонНовосибТабак».

²⁸ Антонов В., Колосов А. Глобализация мирового рынка пищевой продукции // Рынок ценных бумаг.-2000.- №6.-С.19

²⁹ Там же, С.19

В настоящее время глобализацию и интеграцию телекоммуникационных компаний можно отнести к ведущим тенденциям изменений структуры отрасли во всем мире, поэтому интеграционные процессы в секторе связи в России в полной мере отражают и общемировые тенденции.

Другим сектором экономики, в котором активно идут процессы концентрации капитала и который служит примером применения опыта слияний и поглощений является сектор связи и телекоммуникаций. Фрагментарная структура отрасли телекоммуникаций и электросвязи в России снижает ее инвестиционную привлекательность. Это объясняется тем, что в отдельности каждое из региональных предприятий связи слишком мало, а акции – неликвидны, чтобы предоставлять интерес для крупных инвесторов, как финансовых, так и стратегических.

Инвестиции в сам холдинг «Связьинвест» также кажутся не слишком привлекательными. АО «Связьинвест» – не операционная компания, и все свои доходы получает в виде дивидендов от дочерних предприятий. Но более важно, что при наличии 80 дочерних компаний АО «Связьинвест» просто не в состоянии осуществлять эффективный управленческий контроль.

Раздробленность отрасли противоречит также интересам государства как главного акционера АО «Связьинвест». Наличие большого количества дочерних компаний ведет к неэффективному расходованию инвестиционных ресурсов, неоптимальному планированию сети, излишним административным и управленческим расходам.

И государство, и руководство АО «Связьинвест» понимают все недостатки существующей структуры отрасли. В 1999 г. руководители холдинга объявили о планах по укрупнению компаний сектора через их укрупнение. В пользу слияний в телекоммуникационных компаниях говорит то обстоятельство, что их стоимость рассчитывается относительно легко. Это, как правило, телефонные станции, узлы связи, кабели и прочее. Состав оборудования у компаний достаточно однороден, поэтому посчитать во взаимоприемлемые коэффициенты можно.

Кроме того, объективно существует несколько позитивных моментов. Ведущие аналитики «Альфа-Банка» и «Брансвик Варбург» считают, что процесс интеграции и консолидации пойдет на пользу рынка ценных бумаг³⁰.

Так укрупненные компании будут гораздо более ликвидными на фондовом рынке и особенно повысится ликвидность акций небольших телекоммуникационных компаний, которые от этого только выиграют. Во-вторых, в случае слияния должны сократиться расходы компаний. Укрупнение позволит не только экономить расходы, но и создаст

³⁰Богданов А, Кабановский А. Процесс интеграции – проблемы и перспективы // Рынок ценных бумаг.-2000.- №4.- С.60

условия для работы на новых рынках, в первую очередь на рынках дальней связи. Возникают и дополнительные преимущества, как например, получение льгот и более низких процентных ставок в случае получения кредитов, то есть у компаний будет более простой и дешевый доступ к капиталу, в том числе и к западному.

Хотя, по мнению Андрея Беспалова, ведущего аналитика ИФК «Метрополь», есть опасения, что полномочия от одних акционеров могут перейти к другим. Но так уж сложилось, что история всех консолидаций и обменов в России всегда сопряжена с нарушением прав мелких акционеров. Однако, если будет соблюден паритет, то процесс интеграции будет позитивным во всех отношениях.³¹

На первом этапе планируется объединить те дочерние предприятия «Связьинвеста», которые предоставляют услуги связи в одном регионе. Так, в настоящее время уже реализуются проекты объединения компаний С.-Петербурга: ОАО «Санкт-Петербургский Междугородный международный телефон», ОАО «Петербургская телефонная сеть» ОАО «Санкт-Петербургский телеграф»; Екатеринбург и Свердловской области: ОАО «Уралтелеком», ОАО «Екатеринбургская междугородная телефонная станция», ОАО Екатеринбургская телефонная сеть» и ОАО «Екатеринбургский телеграф», а также ОАО «Уральской конструкторское бюро связи»; Ростовской области: ОАО «Ростовский-на-Дону телеграф» и ОАО «Ростовэлектросвязь»; Новосибирской области: ОАО «Электросвязь» и ОАО «Новосибирская ГТС»³².

На завершающей стадии находится проект присоединения ОАО «Московский ММТ» к ОАО «Ростелеком», что стало первым в России примером объединения двух публично торгуемых компаний.

Безусловно, препятствий и сложностей на пути консолидации сектора связи множество.

В первую очередь это несовершенство действующего российского законодательства, регулирующего вопросы реорганизации акционерных обществ, с чем уже успели на практике столкнуться региональные компании, начавшие процесс консолидации.

В отсутствие прецедентов и необходимой законодательной базы для реализации проектов подобного масштаба работа по объединению компаний занимает не меньше года. При этом практика показывает, что самым «узким местом» в процессе объединения становится затянувшееся согласование реорганизации с федеральными министерствами, ведомствами и налоговыми органами.

Подводя итог, нетрудно понять, что начиная с 1998-1999 гг. в России интенсифицировался процесс перераспределения прав собственности, который, в свою

³¹ Беспалов А. Процесс интеграции – проблемы и перспективы // Рынок ценных бумаг.-2000.-№4.-С.60

³² Брагинский А. Консолидация сектора связи в России // Рынок ценных бумаг.-2000.-№4.-С.59

очередь, послужил стимулом для развития процессов слияний и поглощений. И сейчас, в отличие от докризисной общепринятой практики захвата любых потенциально прибыльных объектов, процесс концентрации характеризуется высокой степенью рационализации и стремлением соответствовать международным стандартам корпоративного управления.

§ 3.2. Реорганизация РАО «Норильский никель» как способ развития современной компании

Сегодня российская промышленность стоит на пороге нового этапа развития. Ряд из тех новых рыночных структур, которые формировались 4-5 лет тому назад, объективно они уже полностью готовы к производственному и технологическому прорыву, к тому, чтобы существенно упрочить свои позиции на мировых рынках.

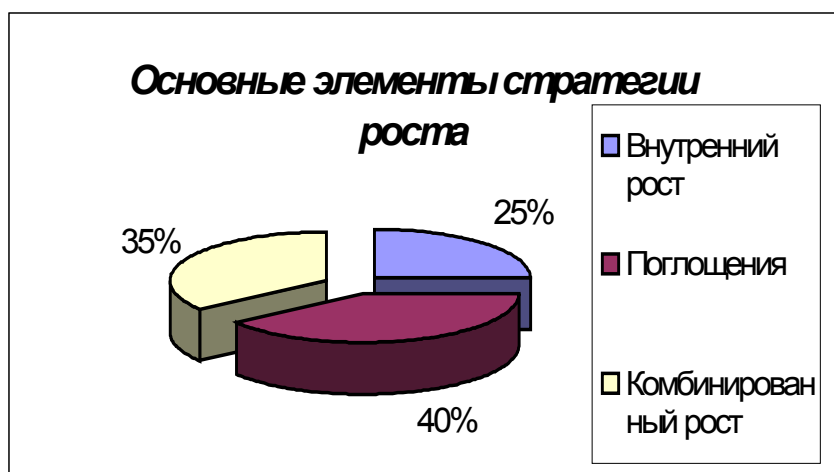


Рис. 3.2.1. Основные элементы стратегии роста компаний в 1999 году

Поэтому в наиболее дальновидно настроенных корпорациях уже давно думают о структурных преобразованиях, которые и обеспечили бы условия для такого реального прорыва.

Наиболее значимыми результатами развития РАО «Норильский никель», наряду с успешным завершением периода антикризисного управления и последующей стабилизацией деятельности компании, являются;

- приведение финансовой отчетности РАО «Норильский никель» за 1998, 1999, 2000 годы в соответствие с Международными Стандартами Аудита (IAS) фирмой KPMG;
- достижение рекордной прибыли в 82 301 млн. рублей до налогообложения за 2000 год (российские стандарты бухгалтерского учета);
- фактический переход к выплате промежуточных дивидендов, которые в 2000 году составляли 1,5 рубля на акцию;

- приобретение зарубежной инвестиционно-холдинговой и торговой инфраструктуры, включая компанию Norimet Limited, эксклюзивного торгового партнера РАО «Норильский никель» по реализации никеля и меди на внешнем рынке;
- крупномасштабная реорганизация корпоративной структуры.

К 2000 году на предприятиях РАО «Норильский никель» удалось добиться устойчивого роста эффективности производства, серьезного развития социальных программ, безусловного выполнения обязательств перед федеральным и региональными бюджетами со значительным увеличением сумм налоговых отчислений. Компания вернулась к прибыльной работе и восстановила выплату дивидендов. Все эти положительные сдвиги привели к выходу компании на новый качественный уровень.

Выход на новый этап требует активации и укрепления позиций на международных рынках, диверсификации бизнеса, формирования и развития внутреннего рынка, выхода на мировой уровень не только по производству и продажам, но и по корпоративному управлению. В этой связи закономерен переход от стратегии выживания к стратегии долгосрочного развития.

Главной задачей, по мнению руководства РАО «Норильский никель», является повышение инвестиционной привлекательности. На этапе долгосрочного развития в планах компании – диверсификация производства, интернационализация бизнеса. Председатель совета директоров РАО «Норильский никель» Ю. Котляр констатировал: «Попытки в течение трех лет раскрутить акции «Норильского никеля» до уровня их реальной стоимости оказались не удовлетворительными. Резерв по капитализации акций исчерпан...». Достижение поставленных целей становится возможным только в результате крупномасштабной реорганизации³³.

Корпоративная структура РАО «Норильский никель» имела ряд недостатков, устранить которые и была призвана реорганизация, обеспечив:

- перенос центра капитализации на ОАО «Норильская Горная Компания», устраняя систему двойного налогообложения при выплате дивидендов акционерам РАО «Норильский никель», и повышение уровня корпоративного управления;
- сокращение политических рисков, присущих российскому рынку в целом;
- консолидация международных операций по торговле никелем, кобальтом и медью посредством приобретения компании Norimet Limited;
- повышение прозрачности корпоративной структуры;

³³ Иванов Н., Бутрин Д. «Норильский никель» изменился в лице // Коммерсант от 20. 09. 2000 г.

- повышение эффективности системы управления.

Краеугольным камнем программы преобразований является идея максимальной финансовой открытости не только для акционеров, но и для общественности, для тех, для кого преобразование в Норильском никеле могут представлять интерес. Гарантом честности и полной юридической состоятельности выступает авторитетный Deutsche Bank AG London и не менее солидная международная юридическая фирма Clifford Chance Punder, которым предстоит тщательно отслеживать, чтобы реорганизация проводилась в строгом соответствии с российским законодательством, международными стандартами, соблюдая права всех групп акционеров³⁴.

Руководство РАО в ближайшие годы планирует провести масштабную модернизацию производства, рассчитанную на 10 лет, для проведения которой требуются кредиты и прочие заимствования. Условия их получения напрямую зависят от степени капитализации РАО «Норильский никель», от курса ее акций.

В результате реорганизации и модернизации производства совокупная стоимость акций, по предварительным оценкам независимых экспертов, должна удвоиться и достичь 3-4 млрд. долларов, что позволит компании упрочить свои позиции, занимаемые в десятке наиболее эффективно работающих мировых производителей никеля³⁵.

Таким образом, решение всех поставленных целей и задач невозможно без серьезной реорганизации компании, успех которой зависит от степени финансовой прозрачности структуры и операций компании, когда инвесторы могли бы видеть куда направляются их деньги, какая прибыль образуется в результате, как с нее выплачиваются налоги, что из поступлений идет на социальную сферу. Перемещение центра капитализации в Норильскую горную компанию, где и происходит образование основной части прибыли, позволит уйти от двойного налогообложения при выплате дивидендов, и сделает структуру корпоративных финансов более простой и в тоже время эффективной – как для акционеров, так и для потенциальных инвесторов (см Приложение схему «Концепция реорганизации РАО «Норильский никель»).

Так, по словам пресс-секретаря РАО «Норильский никель» Анатолия Комракова, обмен акций компании на бумаги основного подразделения компании – НГК «приблизит акционеров к прибыли», то есть упростит схему выплат дивидендов акционерам дочерних компаний «Норильского никеля» и создаст возможность получения дивидендов в том году, в котором была получена прибыль, а не через год, как это происходило раньше³⁶. По мнению директора по связям с общественностью компании «Интеррос» Л. Зельковой,

³⁴ Гордеев Е. Значит, выход – в движении! // Российская газета от 29. 09. 2000 г.

³⁵ Там же.

³⁶ Иванов Н., Бутрин Д. «Норильский никель» изменился в лице // Коммерсант от 20. 09. 2000 г.

реорганизация компании повысит ее инвестиционную привлекательность-кредиторы будут четко видеть, что они получают в залог привлекаемых финансовых средств³⁷.

Однако аналитики фондового рынка считают, что реорганизация преследует и другие цели. По словам металлургического аналитика компании “Тройка –Диалог” Кахи Кикнавелидзе, у этого шага может быть три объяснения³⁸.

Первое – попытка избавиться от социальных обязательств, хотя они остались в результате предыдущей реструктуризации на тех предприятиях группы “Норильский никель”, которые за ненадобностью можно обанкротить.

Вторая версия – попытка размыть долю сторонних акционеров. В официальном пресс-релизе РАО “Норильский никель” говорится, что в результате реорганизации нынешним владельцам 100% акций компании будет принадлежать 88,5% капитала НГК. Таким образом, активы, приходящиеся на долю акционеров “Норильского никеля”, уменьшатся на 11,5%. Остальные акции НГК достанутся владельцам Norimet Limited, английской компании, организовавшей сбыт продукции «Норильского никеля» в Западной Европе. Однако, руководство РАО «НН» обосновывает свое решение тем, что хоть акционеры и не получат 100% акций НГК, но им достанется обогащенная компания.

Третья версия, предложенная аналитиком, сводится к тому, что компания путем реорганизации застраховаться от политических рисков и защитить собственность от посягательств госструктур. О чем свидетельствовал повышенный интерес к металлургической собственности «Интерроса» в 2000 году со стороны различных крупных российских структур.

Технически программа реорганизации компании рассчитана на четыре этапа и один год³⁹. Осуществление реорганизации поэтапно позволит соблюсти интересы всех акционеров РАО “Норильский никель”, поскольку он позволяет сохранить максимальную ликвидность акций во время реорганизации. Конечным результатом структурных преобразований, осуществляемых в период до конца 2001 года, является перенос центра капитализации на ОАО “Норильская горная компания” с предложением всем акционерам РАО “Норильский никель” обменять принадлежащие им акции на акции ОАО “Норильская горная компания” (см схему “Этапы реорганизации РАО “Норильский никель”).

³⁷ Иванов Н., Бутрин Д. «Норильский никель» изменился в лице // Коммерсант от 20. 09. 2000 г.

³⁸ Кашулинский М. «Норникель»исчезнет // Ведомости от 19. 09. 2000 г.

³⁹ Сеницкий А. Более вкусный пирог // Известия от 26. 09. 2000 г.

Схема 3.2.1. Этапы реорганизации РАО “Норильский никель”

При этом все имеющиеся активы РАО «Норильский никель» будут переведены в ОАО «НГК» с обязательным условием сохранения и увеличения ценности и ликвидности акций компании для всех ее акционеров.

Далее будет осуществлен листинг акций ОАО «НГК» в Российской Торговой Системе. После этого планируется выпуск депозитарных расписок на акции ОАО «НГК» для обращения на международных рынках. Объясняется это рядом тонкостей: доля нынешних акционеров «Норильского никеля» в уставном капитале «Норильской горной компании» (НГК) несколько уменьшится, зато к НГК будет присоединена экспортная торговая сеть – британская компания «Норимет».

После завершения реорганизации ОАО «Норильская горная компания» становится владельцем 100% акций РАО «Норильский никель». В дальнейшем руководство планирует перевести все активы и пассивы РАО «НН» в НГК, а само РАО ликвидировать. Одновременно будут ликвидированы акции НГК, которые будут находиться в собственности РАО, чтобы устранить перекрестное владение акциями.

Этап 1:

Начиная с 1997 года, трейдинговая компания Norimet Ltd, зарегистрированная в Великобритании, выступает в качестве эксклюзивного международного агента по маркетингу и реализации производимых РАО «Норильский никель» меди, никеля и кобальта и осуществляет:

- сотрудничество на базе долгосрочных контрактов;
- активную торговую стратегию, поддерживаемую сильным руководством и взвешенной финансовой политикой
- предоставление кредитных линий по операциям торгового финансирования, позволяющим осуществлять гибкий контроль за уровнем торговых запасов.

Преимущества приобретения Норимет

- активное участие на мировом рынке никеля и меди
- международная сертификация реализуемой компанией продукции
- проведение политики хеджирования цен
- глубокое знание рынка
- установление прямых контактов с конечными потребителями
- доступ к зарубежным складам
- доступ к значительным торговым и другим международным финансовым ресурсам
- приобретение платформы для международной инвестиционной деятельности.

Кроме того существует и прямая финансовая выгода, поскольку чистая прибыль Норимет в 1999 году выросла более чем в семь раз до 75,6 млн.долл.США с 10,1 млн.долл. в 1998 году и обладает чистыми активами в размере 88,8 млн. долл США по состоянию на 31 декабря 1999 г⁴⁰.

На 1 января 2000 года в обращении находились 100 тысяч акций Норильской горной компании, 100% которых принадлежало РАО «Норильский никель». Переговоры по сделке приобретения Норимета были начаты в феврале 2000 года. Оценку стоимости компании проводила авторитетная международная консалтинговая фирма *BDO Stoy Hayward*, впоследствии справедливость и юридическую чистоту сделки подтвердил консультант РАО «Норильский никель» *Deutsche Bank AG London*.⁴¹ Оплата сделки была произведена акциями НГК, то есть при приобретении зарубежной сбытовой сети РАО использовал собственные активы. Другие варианты привлечения средств оказались дорогостоящими и малоэффективными из-за сложной схемы движения денежных потоков внутри холдинга, затрудняющих финансирование и реализацию инвестиционных проектов. Целесообразность сделки была подтверждена консультантами.

Начиная с 20 апреля 2000 года акционеры Норимет обменивают 100% участия в компании на 38% акций ОАО «Норильская Горная Компания». Коэффициент обмена рассчитывался исходя из оценки стоимости Norimet в 234 млн. долл. США, подтвержденной ООО «Росэкспертиза» на основании отчета BDO Stoy Hayward, и оценки стоимости ОАО «НГК» в 616 млн. долл.США, осуществленной ООО «Росэкспертиза»⁴².

Этап 2:

В июле 2000 года Норильская горная компания эмитировала 70645 новых акций по закрытой подписке. Акции были размещены среди всех акционеров, кроме РАО «Норильский никель», с оплатой акциями РАО «Норильский никель» в размере 28,3% от его уставного капитала. РАО «Норильский никель» принял решение не участвовать в подписке и его доля в уставном капитале эмитента снизилась до 36,4%.⁴³ Закрытая подписка была организована таким образом, чтобы обеспечить после капитализации, проведенной на третьем этапе, получение «безымянными акционерами» 50,7 млн. акций Норильской горной компании в обмен на 53,5 акции РАО «Норильский никель», что составило коэффициент обмена 0,949 акций Норильской горной компании на одну акцию РАО. Целью данной операции, по мнению аналитиков «Ренессанс Капитал», было обеспечить, чтобы фактическая цена Норимет, которая была согласована на уровне 234 млн.

⁴⁰ Кузин А. Интервью с генеральным директором РАО «Норильский никель»: Реорганизация отвечает интересам всех акционеров // Финансовая Россия.-№36. от 28. 09. 2000 г.

⁴¹ Там же.

⁴² Кузин А. Скандал в цифрах // Финансовая Россия от 28. 09. 2000 г.

⁴³ <http://www.nornik.ru>

долл. США, соответствовала необходимому числу акций РАО. При этом была использована средняя цена акции РАО, которая на середину сентября 2000 года составляла 9,56 долл. США⁴⁴.

Этап 3:

21 сентября Норильская горная компания одобрила увеличение уставного капитала до 258,1 млн. акций. 10 января 2001 г. ФКЦБ зарегистрировало промежуточную, по сути техническую, эмиссию акций численностью 122,3 млн., которые к 25 января 2001 г. были распределены между нынешними акционерами компании для приведения стоимости одной акции ОАО «НГК» в соответствие со стоимостью одной акции РАО. Эмиссия была размещена за счет капитализации прибыли и распределена среди существующих акционеров НГК. Согласно графику реорганизации 1 февраля Советом директоров НГК были утверждены результаты распределения акций. 6 февраля отчет о распределении акций был передан на регистрацию в ФКЦБ. Уже 15 февраля ФКЦБ зарегистрировала отчет о распределении акций. В результате общая численность акций НГК в обращении составила 122,5 млн.⁴⁵

По заявлению пресс-службы РАО еще до начала обмена акций в середине мая акции НГК будут зарегистрированы (но еще не начнут торговаться) в РТС и на ММВБ, что поможет избежать технических задержек с началом торговли акциями НГК.

Кроме того, РАО «Норильский никель» планирует выпустить в апреле-начале мая АДР первого уровня на западных торговых площадках на акции РАО в первом полугодии до того, как начнется их обмен на акции НГК. Это облегчит обмен для крупных, в основном международных акционеров, так как иностранные акционеры получают право обменивать свои акции через депозитарный банк Bank of New York, в котором будут храниться АДР, а не через реестры РАО «Норильский никель» и ОАО «Норильской Горной Компании». По словам начальника департамента РАО по работе с акционерами и инвесторами Натальи Логиновой, после получения разрешения от ФКЦБ на конвертацию акций РАО на акции НГК и по завершении конвертации в августе 2001 года владельцы АДР Норильского никеля автоматически получают вместо них АДР первого уровня на акции НГК.⁴⁶ Программа выпуска АДР не лимитирована. РАО «НН» предполагает, что иностранные акционеры смогут конвертировать в АДР первого уровня от 18 до 20 процентов акций РАО.

Этап 4:

Далее НГК завершит транзакцию, предложив обменять акции той части РАО, которая ей еще не принадлежит. 21 февраля на внеочередном собрании акционеров НГК

⁴⁴ По материалам обзора рынка акций компании «Ренессанс капитал».

⁴⁵ <http://www.nornik.ru>

⁴⁶ Рейтер, 03. 04. 2001 г.

было принято решение об увеличении уставного капитала путем выпуска 135 млн. дополнительных акций. Предложение будет заключаться в обмене акций в соотношении 1:1, что предполагает эмиссию 135,5 млн. акций. В результате число акций НГК в обращении достигнет 258 млн., 44,6 млн. из которых будут принадлежать РАО «Норильский никель», бывшие акционеры Норимета будут иметь 27,2 млн., бывшие мелкие акционеры РАО будут владеть 79,65 млн. акций, и 55,95 млн. будут принадлежать Интерросу.⁴⁷ Акции будут размещаться путем закрытой подписки. Оценка акций РАО «Норильский никель», вносимых в оплату дополнительных обыкновенных акций ОАО «НГК», производится ООО «Росэкспертиза». На основании заключения независимого оценщика цена размещаемых дополнительных акций ОАО «ГМК «Норильский никель» соответствует рыночной цене, и равна 9,54 долл. США за одну акцию.

Тогда же 21 февраля 2001 года было принято решение о переименовании ОАО «Норильская горная компания» в ОАО «Горно-металлургическая компания «Норильский никель». Данное название наиболее полно отражает основную деятельность компании, занимающейся как горнодобывающей, так и металлургической деятельностью. Решение о переименовании принято в связи с предстоящим переносом центра капитализации группы «Норильский никель» с РАО «Норильский никель» на ОАО «Норильская горная компания», и кроме того, позволяет сохранить известный всему миру бренд «Норильский никель».⁴⁸

В последней декаде февраля Советом директоров НГК был утвержден проспект эмиссии акций НГК («Проспект предложения обмена») и затем в середине марта передан на регистрацию в ФКЦБ.

Этап обмена акций РАО на акции ГМК «Норильский никель» стал кульминационным этапом реорганизации и все предыдущие действия были приурочены к его реализации.

Большинство миноритарных акционеров проживают рядом с предприятием – в Норильском промышленном районе. Поэтому обмен акций был начат именно с них. Первый этап обмена акций начался 23 марта 2001 года в Норильске. И уже за первые две недели из 42 тысяч акционеров - физических лиц акции обменяли около 32 тысяч человек⁴⁹.

11 апреля обмен акций начался и в других регионах. Сейчас акции могут обменять работники ГМК «Кольская горная компания», московского представительства РАО «Норильский никель», «Гипроникеля» в Санкт-Петербурге, а также жители Кольского

⁴⁷ Внутренняя документация РАО «Норильский никель», оценка «Ренессанс капитал»

⁴⁸ Пресс-релиз Управления по связям с общественностью РАО «Норильский никель»

⁴⁹ Голубович Т. Акция по обмену акций // Деньги.-25.04.2001.-№16.-С.82

полуострова. По словам первого заместителя генерального директора Д. Зеленина, этот этап обмена завершится 15 мая⁵⁰.

Однако на этом главный этап реорганизации не завершится. После регистрации в ФКЦБ проспекта эмиссии акций ГМК «Норильский никель» в процесс обмена в июне-июле 2001 года будет предложено вступить всем остальным акционерам РАО, в том числе российским и иностранным юридическим лицам.

РАО «Норильский никель», так же, как и инвесторы и акционеры заинтересованы в скорейшем завершении процесса обмена. Так как это позволит быстрее снизить риск неопределенности и инвесторы будут следить не за этапами реорганизации, а за реальными финансовыми показателями компании, ее перспективами и производственной стратегией.

Затем после окончания обмена 44,6 млн. принадлежащих РАО акций Норильской горной компании будут переведены в депозитарий Deutsche Bank и в дальнейшем аннулированы, что приведет к сокращению общего числа акций Норильской горной компании в обращении до 213,5 млн⁵¹. Процедура не является необходимой с точки зрения законодательства и будет проведена в качестве дополнительных гарантий соблюдения прав акционеров и уверенности их в том, что акции в процессе реорганизации не будут задействованы в каких-либо операциях.

В результате завершения этапов 3 и 4, фактическая плата по соглашению о приобретении Норимета в виде 24,5 миллиона вновь выпущенных акций ОАО «Норильская горная компания» уменьшится до 11,5% от увеличенного уставного капитала ОАО «Норильская горная компания».

Выводы: В настоящий момент, процесс реорганизации компании РАО «Норильский никель» находится на завершающем этапе и в связи с этим, можно подвести некоторые итоги и сделать выводы.

Чтобы не отстать от стремительно меняющейся ситуации в стране, на международных рынках сбыта требуется оперативная адаптация к новым условиям и правилам хозяйствования. Следовательно, реорганизация необходима для позиционирования компании для новой фазы ее развития; защищает интересы акционеров; повышает прозрачность компании и увеличивает стоимость акций.

В результате завершения реорганизации и приобретения Норимет Лимитед:

- ✓ в состав активов ОАО «Норильская горная компания» вошли РАО «Норильский никель» и компания Норимет Лимитед;

⁵⁰ Борисов В. Реструктуризация – это естественный процесс // Известия от 05.04.2001 г.

⁵¹ Перевозчиков Ф. Русский стиль управления: партнерство ради дела // Интерпрес.-2001.-№1.-С.

- ✓ существующим акционерам РАО «Норильский никель» принадлежат 88,5%, а продавцам Норимет Лимитед –11,5%, соответственно, от увеличенного уставного капитала ОАО «Норильская горная компания»;
- ✓ ОАО «Норильская горная компания» будет иметь биржевой листинг и владеть, прямо или косвенно, всеми активами и пассивами, ранее принадлежавшими РАО «Норильский никель» и Норимет Лимитед;
- ✓ РАО «Норильский никель» приобрело Норимет Лимитед, интегрировав в торговую инфраструктуру ОАО «Норильская горная компания» эксклюзивного торгового партнера по продаже на мировом рынке никеля и меди, производимых компанией;
- ✓ Упростилась система управления компанией и повысилась эффективность ее деятельности;
- ✓ Структура акционерного капитала стала более прозрачной и понятной для акционеров и инвесторов;
- ✓ Повысится привлекательность компании для инвесторов.

Самым лучшим доказательством эффективности проводимых преобразований служит динамика акций РАО «Норильский никель», которая является одним из индикаторов рыночных процессов. Ведь именно рост капитализации и рыночных котировок объявлялся главной целью реорганизации компании.

После опубликования сообщения о начале реорганизации котировки акций резко снизились. Это объяснялось настороженностью, с которой игроки фондового рынка в России относятся ко всякого рода начинаниям и преобразованиям, в связи с высокой неопределенностью, политизацией этого процесса и активным вмешательством федеральных и региональных властей. Так, ФКЦБ поначалу тоже не одобрила план реорганизации компании, однако получив дополнительную информацию о ходе процесса, в результате 5 апреля 2001 года состоялся суд, на котором было вынесено решение в пользу «Норильского никеля». И бумаги РАО «Норильский никель» постепенно отвоевали свои позиции и продолжили рост. С начала года акции «Норильского никеля» подорожали почти вдвое, а в конце апреля достигли отметки 12,5 долл. США, что почти на 10% выше самых высоких уровней 2000 года⁵². Для сравнения, средняя рыночная цена за одну акцию за период январь-сентябрь 2000 года составляла 9,54 долл. США⁵³.

Таким образом, благодаря верному корпоративному решению, бумаги РАО «Норильский никель» продолжают оставаться главным металлургическим лидером рынка ценных бумаг (см Приложение график «Влияние проводимых Блоком Корпоративного

⁵² Козицин С. Стальные инвестиции // Деньги.-2001.-№16.

⁵³ Аналитический обзор рынка акций компанией «Тройка-Диалог», февраль 2001 г.

развития и управления мероприятий на изменение курсовой стоимости акций РАО «Норильский никель»).

После окончания обмена акций и полного завершения процесса реорганизации у РАО «Норильский никель» появится целый ряд преимуществ.

Однако, вызывает сомнение вопрос о правильности использования самого термина реорганизации при описании происходящих в РАО «Норильский никель» изменениях.

Так, в словаре-справочнике предпринимателя под редакцией Лозовского Л. и Райзберга Б. под реорганизацией понимается переустройство, преобразование организационной структуры и управления предприятием, компанией при сохранении основных средств и производственного потенциала компании.

Тогда как в словаре-справочнике финансового менеджера под редакцией Бланка И.А., реорганизацией компании является одно из направлений санации предприятия-должника, осуществляемое в различных формах и связанное, как правило, с изменением статуса юридического лица.

Как видно, оба определения в какой-то мере характеризуют те процессы, которые происходят в современных компаниях. Но с другой стороны, демонстрируют многогранность данного определения и возможность использования разных трактовок при описании процессов корпоративного преобразования на предприятиях.

Особенностью реорганизации РАО «Норильский никель» является сочетание как элементов реорганизации, так и реструктуризации в ходе единого процесса корпоративного переустройства.

Строго говоря, происходящие в компании изменения можно отнести к процедуре реструктуризации, однако приобретение РАО «Норильский никель» компанией Норимет является реорганизацией компании в форме присоединения.

Таким образом оказывается, что на практике структура компаний, схемы движения материальных ресурсов и финансовых потоков внутри компании, их взаимодействие между собой являются настолько сложными и запутанными, что не поддаются четкому определению, зафиксированному в законодательстве и принятому официально. Действительность постоянно вносит свои коррективы и разрушает в установленные рамки.

Наверное, специфика реорганизации компаний в России именно и заключается в том, что цели корпоративного управления достигаются методами, не всегда соответствующим общепринятым определениям. Это свидетельствует о том, что еще предстоит немалая работа как в направлении совершенствования законодательства о реорганизации, так и в выработке кодекса корпоративного управления, который бы соответствовал в равной мере и российской действительности и мировым стандартам. Необходимо лучше изучить и использовать западный опыт в области соблюдения прав

акционеров, кредиторов, инвесторов и прочих заинтересованных лиц, адаптируя его к нашей действительности, с тем, чтобы с наименьшими потерями и разочарованиями прийти к новому этапу развития экономики.

§ 3.3. Техника защиты от враждебных действий при реорганизации

Продолжая анализ особенностей интеграционных процессов в России необходимо затронуть вопрос о недружественных сделках, имеющих место на рынке корпоративного контроля, а именно, о так называемых враждебных поглощениях компаний.

В настоящее время количество «захватов» в Америке уменьшилось (начиная с 1995 г. по 1999 г. объем сделок снизился с 50 до 10 млрд. долл.)⁵⁴.

Большая часть подобных сделок была проведена в Европе, которая стала мировым лидером по «враждебным поглощениям», несмотря на все усилия общеевропейских институтов по их ограничению. При этом доля «враждебных захватов» возросла на фоне всех сделок слияний и поглощений. В Европе величина всех «захватов» составила 393 млрд. долл., что в 4 раза больше, чем за весь период 1990-1998 годов⁵⁵.

Первый опыт «враждебных поглощений» в России относится уже к середине 90-х годов. Известной попыткой публичного проведения операции поглощения стала попытка захвата кондитерской фабрики «Красный Октябрь» летом 1995 г. группой банка «Менатеп». Многие крупнейшие банки и фонды портфельных инвестиций практиковали поглощения компаний в самых разных отраслях для последующей перепродажи нерезидентам или стратегическим инвесторам. В этот период были проведены операции так называемого классического «публичного тендера» (МЕНАТЕП-Альянс и «Красный Октябрь», МЕНАТЕП и АО «ЦБЗ Питкяранта»). Данные сделки продемонстрировали слабость адаптации и результативности западных технологий «захвата» в российских условиях. Более удачным было приобретение контрольных пакетов через биржевые операции («Уссурийский бальзам» приобрел летом 1997 г. 59% акций «Владивостокского ликероводочного завода»), но при этом выявлялась доминанта стратегических акционеров, позиция и действия которых в итоге и определяли конечный результат атаки.

«Враждебное поглощение» – попытка получения контроля над финансово-хозяйственной деятельностью или активами компании-цели в условиях сопротивления со стороны руководства или ключевых участников компании-цели, кроме того это одна из форм интеграционных операций, поэтому она несет те же черты, что и любые

⁵⁴ Леонов Р. Враждебные поглощения в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики // Рынок ценных бумаг.-2000.-№24.-С.35

интеграционные сделки. В российской практике признание сделки «враждебным захватом» зависит скорее от реакции управляющих и акционеров компании-цели, в случае, если атакующая компания выполнила все требования органов регулирования об афишировании своих действий.

Защита от поглощения - это любые действия менеджмента корпорации-цели, направленные на блокирование попыток ее приобретения. Защита от поглощения также включает все действия менеджмента корпорации-покупателя, направленные на снижение привлекательности корпорации в качестве цели, а также действия по «отпугиванию» потенциальных корпораций-агрессоров.

Интенсивность оборонительных действий корпорации-цели может варьироваться от применения самых мягких и безобидных методов до предельно жестких и радикальных. Если мягкие защитные действия могут заставить корпорацию-покупателя лишь пересмотреть свое тендерное предложение на покупку, не оказывая никакого влияния на исход слияния и размер тендерного предложения, то жесткая защита может полностью блокировать тендерное предложение корпорации-покупателя и предоставить право наложения «вето» на проведение слияния менеджменту обороняющейся корпорации.

Большинство российских «враждебных поглощений» не могут быть квалифицированы в соответствии с иностранными дефинициями. Спектр способов получения контроля над компанией-целью в процессе «враждебной атаки» не подпадает ни под какие модели и критерии, принятые международным бизнес - сообществом.

Из подобных сделок только небольшая часть может быть квалифицирована как классические образцы слияний и поглощений. При этом большая часть российских интеграционных операций может быть квалифицирована как «захваты», во-первых, из-за оказанного сопротивления и, во-вторых, при наличии конкурента-захватчика. В данную категорию попадает значительное количество сделок. Российские разновидности интеграционных операций обусловлены многими факторами и имеют характеристики, представленные в:

Таблица 3.3.1.

Сравнительные характеристики вариантов иностранных и российских сделок "враждебного поглощения"		
<i>Характеристика</i>	<i>Западное "враждебное поглощение"</i>	<i>Русский вариант "враждебного поглощения"</i>
<i>Форма</i>	Выстраивание пакета (до 10%) в компании-цели; открытый тендер против воли управляющих	Скупка; открытое предложение; приобретение долговых обязательств
<i>Инициатор атаки</i>	Агрессор (его дочерняя финансовая компания или уполномоченный инвестиционный банк)	Оффшоры агрессора

<i>Инструмент получения контроля</i>	Акции компании цели	Акции; долговые обязательства
<i>Форма оплаты</i>	Наличные; акции агрессора; иные ценные бумаги (как агрессора, так и третьих лиц)	Наличные; векселя (не более 8%) агрессора или принятые рынком; PRINs & IANs
<i>Стоимость операции</i>	Рыночные котировки акций плюс премия	Рыночные котировки акций или прямые соглашения с кредиторами (цена может варьироваться от 6,5 до 90% величины денежного обязательства, без учета штрафов)
<i>Инициаторы</i>	Управляющие "захватчика"; инвестиционные банки (гораздо реже)	Акционеры компании-покупателя
<i>Главный бенефициар</i>	Акционеры компании-цели; управляющие "захватчика"; управляющие компании-цели	Акционеры компании-покупателя; некоторые из акционеров компании-цели; некоторые из кредиторов компании-цели
<i>Судьба компании-цели</i>	Присоединение к "захватчику"; отчуждение большей части непрофильных активов; последующая продажа	Реструктуризация; разделение активов; возможное прекращение деятельности
<i>Влияние третьих лиц</i>	Возможно только со стороны судов (в случае начала тяжбы), антимонопольных органов, ключевых кредиторов компании-цели; влияние правительства минимально.	Чрезвычайно велико (прогнозируемое / непрогнозируемое)

Источник: Леонов Р. "Враждебные поглощения" в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики // Рынок ценных бумаг.-2000.-№24.

Основными причинами возникновения трудностей при осуществлении классических сделок слияния и поглощения в России являются:

- ◆ Трудоемкая и капиталоемкая процедура сделки (необходимость в проведении в большинстве случаев нескольких собраний акционеров; согласование с государственными органами; квалифицированное голосование; финансовые издержки; затраты на приобретение акций у несогласных акционеров; снижение ликвидности общества – приобретателя акций);
- ◆ Влияние кредиторов(право досрочного прекращения обязательств);
- ◆ Наличие задолженности присоединяемой компании перед бюджетом и внебюджетными фондами и издержки по ее реструктуризации;
- ◆ Требования по составлению и наличию информации в передаточных актах и разделительном балансе;
- ◆ Налоговые последствия;
- ◆ Предполагаемые противоречия между группами акционеров и другие.

При том, что сформировавшаяся стабильная структура акционеров возможных компаний-целей в условиях краха фондового рынка в 1998 году не позволяла в большинстве случаев получать контроль над компанией-целью путем приобретения пакетов акций на вторичном рынке до середины 2000 г. Кроме того, предпосылками увеличения сделок враждебного поглощения на российском рынке корпоративного контроля можно

назвать:

- ◆ Возможность снижения стоимости сделки посредством приобретения долговых обязательств и сохранения «инкогнито»;
- ◆ Отсутствие нормативного регулирования сделок с долговыми обязательствами и
- ◆ Изначальное сохранение условий монополизации экономики, которая была унаследована от советской экономики.

Поэтому в большинстве случаев в интеграционных сделках преследуется цель получения непосредственного контроля над активами и финансово-хозяйственными операциями, а возможное доминирование в органах управления акционерного общества – это только один из способов достижения цели, и не всегда самый продуктивный.

Ключевым отличием в проведении сделок «жесткого поглощения» в России стало отличие в использовании инструментов по получению контроля (см табл. 3.3.2.)

Таблица 3.3.2. Характеристика используемого инструментария при сделках враждебного поглощения в России

Характеристика	Акции компании-цели	Долговые обязательства компании-цели
Простота принятия решений	Необходимость согласования и принятие формального решения органами управления компании-покупателя	Отсутствие необходимости в принятии формального решения
Антимонопольное регулирование	Достаточно развито	Отсутствует
Налоговый режим	Налог на прибыль	Возможен налог на добавленную стоимость (но часто не платится), налог на прибыль
Возможность приобретения самой компанией-целью	До 10% (далее запрет по законодательству)	Прямые ограничения отсутствуют
Стоимость приобретения	Рыночная или контрактная	Контрактная (за исключением векселей, которые могут продаваться на рынке)

Источник: Леонов Р. «Враждебные поглощения» в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики // Рынок ценных бумаг.-2000.-№24.-С.38

В России при достаточно распространенном совмещении управляющих и акционеров и соответственно стабильной структуры акционеров компании-покупатели значительно обогатили технику «враждебного поглощения». В российской практике часто имеет место так называемое сопротивление «захватчику», даже в случае если победа последнего уже очевидна. В таком случае происходит параллелизация целей:

- ◆ Сопrotивляющаяся сторона стремится повысить затраты компании-покупателя по получению контроля над целью;
- ◆ Сопrotивляющаяся сторона пытается получить максимальный выигрыш в денежной форме от захватчика или иной стороны.

Известно, что поглощение приносит с собой сверхдоходность акционерам корпорации-цели, размеры которой составляют от 20—30% рыночной стоимости акций до 147% (средняя сверхдоходность составляет 50%).⁵⁶ Защита от поглощения вполне может помочь акционерам увеличить свое чистое благосостояние. Текущая рыночная стоимость любой корпорации может быть представлена как сумма двух слагаемых, одно из которых — стоимость корпорации при управлении текущим менеджментом, а второе — ожидаемое изменение в стоимости корпорации в результате ее поглощения, которое эквивалентно произведению вероятности поглощения корпорации на изменение ее стоимости в результате поглощения.

Схематично это выглядит так:

Рыночная стоимость корпорации и	=	Стоимость корпорации с текущим ме- неджментом	+	Вероят- ность по- глощения корпорации	*	Изменение стоимости корпорации в результате
--	---	--	---	--	---	--

Эти три фактора — стоимость корпорации с текущим менеджментом, вероятность поглощения корпорации и величина тендерного предложения на покупку в случае, если корпорация станет целью поглощения, непосредственно воздействуют на рыночную стоимость корпорации, а значит, и на благосостояние акционеров.

Наилучшим методом для оценки того, насколько выгодна защита для акционеров корпорации-цели, является определение рациональности ее проведения. Чаще всего менеджеры корпорации-цели могут принять решение о защите от слияния по трем причинам.

1) *Менеджеры могут считать, что их корпорация недооценена рынком и имеет скрытые источники увеличения своей стоимости, которые рынок не смог оценить.*

Корпоративные менеджеры, как правило, всегда имеют частную, инсайдерскую информацию о будущих перспективах развития своих компаний. Эта информация может включать планы и стратегии менеджеров, новые идеи работников компании, патенты и тому подобные активы, информация о которых недоступна рынку. При рассмотрении тендерного предложения на покупку менеджмент корпорации-цели прежде всего сравнивает стоимость тендера со своими оценками стоимости компании, причем, естественно, в последних уже отражена вся инсайдерская информация.

К сожалению, это отрицание объективной оценки рыночной стоимости корпорации не является достаточно веским мотивом для инициирования процедур защиты от

⁵⁶ Рудык Н., Семенкова Е. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием М.: -2000.-С.

поглощения, поскольку оно не помогает оценить качество инсайдерской информации. Единственным более или менее эффективным индикатором недооценки рыночной стоимости компании могут служить попытки внешних инвесторов выкупить инсайдерскую информацию у ее менеджмента.

2) Менеджеры могут считать, что проведение защиты увеличит размеры тендерного предложения на покупку.

Все сделки, в которых возникают противоречия между вовлеченными в них сторонами по поводу стоимости продаваемого объекта, сопряжены с длительным процессом согласования цены, и корпоративные слияния — не исключение. В дружественных поглощениях — это переговорный процесс, который происходит между менеджерами корпорации-цели и корпорации-покупателя, а в жестких — через средства массовой информации (чаще всего через специализированные газеты или журналы). При жестком поглощении корпорация-покупатель пытается согласовать величину тендера напрямую с акционерами корпорации-цели, минуя при этом ее менеджмент. С одной стороны, применение защиты менеджментом может действительно помочь акционерам увеличить свое благосостояние: защитные действия замедлят процесс поглощения, а за это время к сделке смогут подтянуться конкурирующие корпорации-покупатели, а увеличение конкуренции неминуемо повлечет за собой рост величины тендерного предложения.

Множество эмпирических исследований, проведенных за последние 10—15 лет, подтверждает, что увеличение количества потенциальных корпораций-покупателей отражалось на окончательной стоимости акций корпорации-цели в слияниях. Например, Бредли, Десаи и Ким обнаружили, что усиление конкурентной борьбы в процессе поглощения корпорации-цели увеличивало сверхдоходность ее акционеров с 24 до 41% рыночной стоимости акций до слияния. Рубэк же обнаружил, что обострение конкуренции увеличивает размер тендерного предложения на покупку корпорации-цели в среднем на 23%.⁵⁷

Многие менеджеры, приводя вышерассмотренные аргументы, не лишены здравого смысла, требуют от своих акционеров разрешения на проведение предельно жесткой защиты, которая исключила бы вероятность жесткого поглощения компании. Подобное рассуждение предполагает, что рынок корпоративного контроля неэффективен и на нем отсутствует конкуренция, но эмпирические сведения говорят о полной необоснованности этого утверждения. Кроме того, применение жестких форм защиты может на многие годы полностью заблокировать не только проведение отдельного жесткого поглощения, но и

⁵⁷ Рудык Н. Мотивы слияний и жестких поглощений // Вестник НАУФОР.-2000.-№4.-С.41

любые попытки смены неэффективного менеджмента корпорации, а это точно ударит по благосостоянию акционеров.

3) Менеджеры могут использовать защиту от поглощения как способ сохранения собственных рабочих мест.

Если корпорация-покупатель по тем или иным причинам планирует увольнение текущего менеджмента корпорации-цели после проведения слияния, то, естественно, последние отнюдь будут агрессивно настроены, получив тендерное предложение от подобной компании. При такой ситуации, разумно ожидать, что скорее всего менеджмент корпорации-цели всеми своими силами будет пытаться удержать контроль над компанией, не оглядываясь на подобные мелочи, как благосостояние своих акционеров.

Итак, если применение защитных действий против поглощения было инициировано первым или вторым мотивом, то при прочих равных условиях эта защита вполне может увеличить чистое благосостояние акционеров корпорации-цели. Если же защитные действия предпринимаются менеджментом корпорации-цели в собственных интересах, т. е. используются в качестве способа сохранения их рабочих мест, то скорее всего подобная защита повлечет за собой снижение благосостояния акционеров, если, конечно, наряду с третьим мотивом в процессе принятия решения по защите не принимались во внимание первый и второй.

В мировой практике все защитные действия, которые может использовать корпорация-цель, можно разделить на защитные действия, инициируемые корпорацией до появления предложения на покупку [pre-offer defenses], и защитные действия, инициируемые после того, как предложение на покупку было сделано [post-offer defenses]. Очевидно, что к первым относятся все защитные действия, инициирование которых происходит до того, как корпорация-покупатель делает тендерное предложение на покупку, а ко вторым — все инициируемые после того, как это тендерное предложение сделано.

Методы защиты от поглощения, которые применяются до того, как корпорацией-покупателем делается тендерное предложение на покупку иногда еще называют профилактическими или превентивными методами защиты. Потенциальная эффективность того или иного метода защиты дается в предположении, что менеджмент корпорации-цели полностью использует все предоставляемые данным методом возможности.

РАЗДЕЛЕНИЕ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ

Этот метод защиты предполагает внесение в устав корпорации пункта, в котором оговаривается порядок разделения совета директоров на три равные части. Каждая часть (1/3 совета директоров) может быть избрана собранием акционеров только на один год и так в течение следующих трех лет. Таким образом, корпорация-покупатель оказывается лишенной возможности получить немедленный контроль над корпорацией-целью сразу же

после выкупа ее контрольного пакета (покупки более 51% голосующих акций). Она будет вынуждена ждать по меньшей мере проведения двух ежегодных собраний акционеров для того, чтобы «протащить» в совет директоров своих представителей, и только после этого сможет предложить акционерам корпорации-цели поставить вопрос о слиянии на голосование и, разумеется, выиграть, поскольку имеет контрольный пакет. Однако на практике корпорация-покупатель достаточно часто снимает эту защиту, как только почувствует, что битва за контроль проиграна. Вместе с тем следует отметить, что более половина компаний, входящих в индекс Standart& Poors 500, применяет данный вид защиты⁵⁸.

УСЛОВИЕ СУПЕРБОЛЬШИНСТВА

Этот метод защиты от поглощения, так же как и предыдущий, связан с внесением в устав корпорации пункта, который бы устанавливал высокий процент голосующих акций, необходимых для одобрения слияния.. Большинство корпораций, применяющих этот метод защиты, устанавливает количественный барьер голосов, необходимых для одобрения слияния в промежутке от 66,66 до 80%, но некоторые поднимают планку и до 95%. Естественно, что подобное ограничение значительно сужает возможности корпорации-покупателя (особенно в жестком поглощении), так как теперь ей приходится выкупать не просто контрольный пакет акций (50% + одна акция), а пакет, который бы удовлетворял условиям супербольшинства, что приводит к увеличению объемов финансовых ресурсов, необходимых для успешного проведения слияния.

УСЛОВИЕ СПРАВЕДЛИВОЙ ЦЕНЫ

Так же как и два предыдущих метода защиты, условие справедливой цены предполагает внесение в устав корпорации-цели пункта, в котором оговаривались бы условия выкупа более 20%, а иногда и 30% всех ее голосующих акций. Основная цель этого метода защиты — предотвращение двусторонних тендерных предложений корпорацией-покупателем. Сначала делается тендерное предложение на выкуп только крупных пакетов акций (от 5%), а затем второе тендерное предложение на выкуп оставшихся пакетов акций, но в последнем цена выкупа одной акции уже значительно ниже, чем она была в первом. Логично, что, имея крупный пакет акций цели, корпорация-покупатель всегда сможет навязать свои условия выкупа мелким акционерам.. Большинство корпораций, применявших этот метод защиты, устанавливали «справедливую цену» на уровне исторической стоимости своих акций за период от трех до пяти лет. В случае если корпорация-покупатель выполняет условие справедливой цены, корпорация-цель чаще всего автоматически снимает защиту супербольшинства.

⁵⁸ Рудык Н., Семенкова Е. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием.- М.: - 2000.

ЯДОВИТЫЕ ПИЛЮЛИ

В самом общем виде ядовитые пилюли представляют собой эмитированные корпорацией-целью права, размещенные между ее акционерами и дающие им право на выкуп дополнительного количества обыкновенных акций компании при наступлении определенного события. Катализатором исполнения права выкупа может стать любая попытка изменения **контроля** над компанией, не согласованная с советом директоров корпорации-цели. Существует по меньшей мере шесть **основных** разновидностей ядовитых пилюль: Proffered stock plans, Flip-over plans, Flip-in plans, Flip-out plans, Back-end plans и Voting plans.

На рисунке 3.3.1. кратко представлены все основные типы защиты ядовитыми пилюлями.

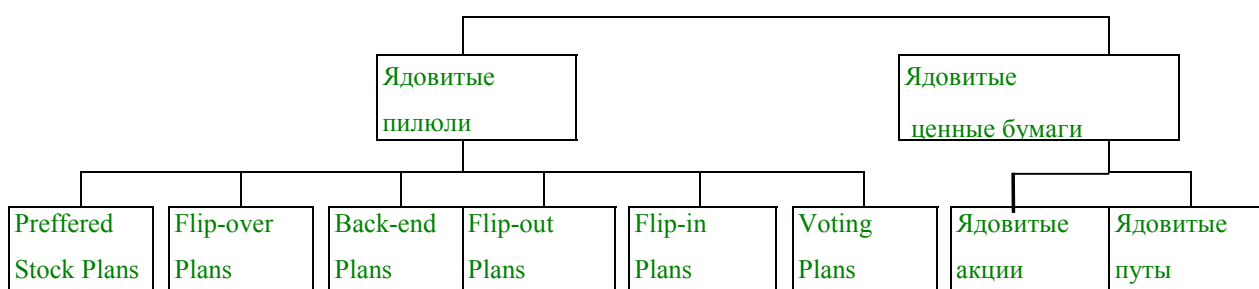


Рис. 3.3.1. Типы защиты ядовитыми пилюлями

В 1994 г. Брикли, Коле и Тэрри показали, что на самом деле реакция фондового рынка (а значит, и благосостояние акционеров) будет зависеть от структуры совета директоров обороняющейся корпорации. Они доказали, что средняя реакция фондового рынка (выраженная в котировках обыкновенных акций) на объявление корпорации о применении ядовитых пилюль будет положительной, если большинство членов ее совета директоров являются аутсайдерами, и негативной, если большинство членов директоров являются инсайдерами⁵⁹.

РЕКАПИТАЛИЗАЦИЯ ВЫСШЕГО КЛАССА

Рекапитализация высшего класса является достаточно популярным и, так же как и ядовитая пилюля, весьма жестким типом pre-offer защиты. В данном варианте защитные действия корпорации-цели сводятся к следующему. Все эмитированные компанией акции делятся на два класса: акции с обыкновенным правом голоса (низший [inferior] класс акций) и акции с повышенным правом голоса (высший [superior] класс акций).

Обычно акции, принадлежащие низшему классу, голосуют по правилу: одна акция — один голос, а акции, принадлежащие высшему классу, по правилу: одна акция — десять голосов. Акции, принадлежащие высшему классу, размещаются только среди акционеров

⁵⁹ Рудык Н., Семенкова Е. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы с финансированием М.: 2000.-С.

корпорации-цели. Они могут быть по прошествии определенного компанией-эмитентом времени обменены на обыкновенные акции, т. е. на акции, принадлежащие низшему классу. Как правило, по акциям высшего класса уровень дивидендных выплат устанавливается на уровне, более низком, нежели по обыкновенным акциям, а, кроме того, акции высшего класса всегда имеют низкую ликвидность (могут и вообще не обращаться на фондовом рынке).

Таким способом компания-цель преследует единственную цель — как можно скорее заставить их владельцев произвести обмен на обыкновенные акции. После проведения подобной рекапитализации менеджмент корпорации-цели, даже обладая относительно небольшим пакетом обыкновенных акций, всегда будет иметь большинство голосов и в любую минуту способен наложить «вето» на любые попытки по изменению контроля над корпорацией. Применение данной защиты полностью блокирует все попытки проведения жесткого поглощения.

Итак, самыми эффективными и полностью блокирующими любые типы поглощений являются все модификации ядовитых пилюль и рекапитализация высшего класса. Все остальные методы в лучшем случае могут лишь заставить корпорацию-покупателя реструктурировать свое тендерное предложение, увеличить его затраты по финансированию слияния или затян timer процесс слияния.

Продолжая обзор методов защиты от поглощения рассмотрим те из них, которые применяются после того, как корпорацией-покупателем сделано тендерное предложение на покупку [post-offer защита].

ЦЕЛЕВОЙ ВЫКУП

При целевом выкупе корпорация-цель делает прямое тендерное предложение внешней группе/отдельному инвестору, которые владеют крупным пакетом ее обыкновенных акций и представляют потенциальную угрозу для корпорации в качестве ее покупателя на выкуп этого пакета. Выкуп сопровождается уплатой корпорацией-целью значительной премии над текущей рыночной стоимостью ее обыкновенных акций. При помощи этого метода защиты корпорация-цель, выкупив крупный пакет, избавляется от потенциального покупателя. Чем выше размер объявленной корпорацией-целью премии, тем выше вероятность того, что тендерное предложение на целевой выкуп окажется успешным.

СТОП-СОГЛАШЕНИЕ (СОГЛАШЕНИЕ О НЕВМЕШАТЕЛЬСТВЕ)

Стоп-соглашение представляет собой контракт, заключаемый между менеджментом корпорации-цели и крупным акционером, который на определенное количество лет ограничивает последнего во владении контрольным пакетом обыкновенных голосующих акций корпорации-цели. Достаточно часто корпорация-цель сопровождает подписание

стоп-соглашения целевым выкупом части пакета, принадлежащего корпорации-покупателю, и в таком случае защиту называют зеленой кольчугой [greenmail]. Это один из самых эффективных методов post-offer защиты и одновременно метод, несущий наиболее пагубные последствия для благосостояния акционеров корпорации-цели; снижение текущей стоимости акций может составить 10-15%.

ТЯЖБА

Пожалуй, это один из самых популярных методов post-offer защиты. Более 1/3 всех тендерных предложений, сделанных за период с 1962 по 1980 г., сопровождались возбуждением различных судебных исков со стороны корпорации-цели, в которых она обвиняла корпорацию-покупателя в нарушении всех существующих законодательств, включая даже природоохранное законодательство. Большинство судебных исков подаются в связи с антимонопольным законодательством и законодательством, регулирующим фондовый рынок.

В результате инициирования тяжбы корпорация-цель может задержать корпорацию-покупателя (судебные процедуры, слушания, пересмотры дела и т. п.) и одновременно значительно увеличить стоимость слияния (корпорация-покупатель скорее согласится увеличить тендерное предложение, нежели нести огромные судебные и транзакционные издержки).

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ АКТИВОВ

Это наиболее жестокий по отношению к корпорации-покупателю метод post-offer защиты. Только представьте себе: вы уже просчитали синергию, которую получите в результате приобретения нового исследовательского центра корпорации-цели, а она уже продала его; или близкие контакты с антимонопольным комитетом никак не вписываются в ваши ближайшие планы, а корпорация-цель уже оккупировала более 60% своего сегмента рынка. Не странно, что подобная защита достаточно быстро может сделать корпорацию-цель менее привлекательной для покупателя, а также значительно снизить стоимость самого слияния.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ПАССИВОВ

Метод реструктуризации пассивов заключается в:

- 1) проведении дополнительной эмиссии обыкновенных голосующих акций, полностью размещаемой среди дружественных' внешних инвесторов (или акционеров), т. е. лиц, которые

поддержат существующий менеджмент корпорации-цели в случае попытки ее жесткого поглощения;

- 2) проведении крупной эмиссии долговых обязательств (краткосрочных или долгосрочных облигаций); одновременно средства, полученные от ее проведения,

направляются на выкуп своих обыкновенных акций, обращающихся на открытом рынке или находящихся у крупных, но «неблагонадежных» акционеров.

Помимо рассмотренных выше групп pre-offer и post-offer защиты, существуют и более экзотические, например, такие, как реинкорпорация и компенсационные парашюты, но так как по сравнению с уже рассмотренными методами они являются крайне слабыми и неэффективными, то мы не будем разбирать их подробно, а просто опишем их основные черты.

РЕИНКОРПОРАЦИЯ

Метод защиты реинкорпорацией [reincorporation] заключается в переоформлении учредительных документов корпорации-цели на другой штат (область), в котором существуют более суровые антимонопольные законодательства, нежели в том, в котором она зарегистрирована в настоящий момент. Теоретически подобная защита может значительно затруднить поглощение реинкорпорированной компании, но на практике переоформление документов — процесс крайне длительный, и корпорацию-цель скорее всего просто успеют поглотить до того, как она доведет до конца подобную защиту.

КОМПЕНСАЦИОННЫЕ ПАРАШЮТЫ

Компенсационными парашютами [severance parachutes] называют условия, включаемые в контракты менеджеров, которые в случае жесткого или просто «не согласованного» с этими менеджерами поглощения, гарантируют им получение значительных компенсационных выплат. Ведь скорее всего после проведения поглощения (особенно жесткого) корпорация-покупатель полностью заменит весь бывший менеджмент, что, естественно, не может не отразиться на благосостоянии последнего.

Компенсационные парашюты бывают золотыми, серебряными и оловянными:

- Золотые парашюты [golden parachutes] заключаются с топ-менеджментом корпорации.
- Серебряные парашюты [silver parachutes] заключаются с менеджментом среднего звена.
- Оловянные парашюты [tin parachutes] заключаются с менеджментом низшего звена и отдельными работниками компании.

Объем компенсационных парашютов редко превышает 1% от стоимости поглощения. Реакция рынка на объявление о применении подобной защиты может быть как позитивной (рост котировок акций корпорации-цели на 1,5—3%), так и негативной (падение стоимости акций на 1% и более). Чаще всего реакция рынка напрямую зависит от того, кто, с кем заключает компенсационный контракт — акционеры с менеджментом или менеджмент сам с собой.

БЕЛЫЙ РЫЦАРЬ

В случае если корпорация становится целью жесткого поглощения, ее менеджмент (как, впрочем, и собрание акционеров) может одобрить проведение защиты белым рыцарем [white knight]. Все защитные действия при использовании данного метода сводятся к поиску и последующему приглашению для осуществления поглощения компании-цели какой-то третьей корпорации — белого рыцаря. Фактически обороняющаяся корпорация пытается помешать проведению ее жесткого поглощения при помощи осуществления дружественного поглощения, и покупателем выступает другая, более дружественная менеджменту корпорации-цели компания.

Таким образом, белым рыцарем чаще всего становится корпорация, которая по тем или иным причинам предпочтительней для менеджмента корпорации-цели в качестве покупателя, компания, в отношении которой менеджмент корпорации-цели уверен, что она не станет полностью уничтожать купленную компанию как организационную единицу и проводить массовые увольнения ее персонала.

БЕЛЫЙ СКВАЙР

Этот метод защиты является небольшой модификацией защиты белым рыцарем с единственным от нее отличием — белый сквайр [white squire] в отличие от белого рыцаря не получает контроля над корпорацией-целью. Белый сквайр, как и белый рыцарь, является дружественной корпорацией по отношению к менеджменту компании, ставшей целью жесткого поглощения. Защитные действия заключаются в том, что корпорация-цель делает предложение отобранному ею белому сквайру на выкуп крупного пакета своих акций, сопровождая предложение подписанием соглашения о невмешательстве.

ЗАЩИТА ПЭКМЕНА

Защита Пэкмена [PacMan defense] заключается в контрнападении корпорации-цели на корпорацию-покупателя в случае попытки ее жесткого поглощения со стороны последней (корпорация-цель делает встречное тендерное предложение акционерам корпорации-покупателя на выкуп контрольного пакета ее акций). Подобная защита уже практически отошла в прошлое, да и раньше встречалась крайне редко. Основная проблема с ее применением — значительный объем финансовых ресурсов, необходимых для проведения контрнаступления на покупателя.

Российский опыт защиты от враждебных поглощений сложился в период становления первых бизнес – групп. Чаще всего в 1995 –первой половине 1998 г. использовались следующие способы (они одновременно синхронизировались со сделками по расширению контроля в отношении компаний-целей):

- ◆ Заключение «форвардных» контрактов покупки акций;
- ◆ «Обратная» интеграционная операция в отношении компании-покупателя;

- ◆ Скупка собственных акций непосредственно или через аффилированные структуры;
- ◆ «Конкуренция» и влияние органов акционерных обществ;
- ◆ Конкуренция доверенностей;
- ◆ Появление «объявленных» акций, что облегчает проведение эмиссии ценных бумаг решениями совета директоров; обременение компании долговыми обязательствами.

В настоящее время помимо использования мер международного опыта (существенно скорректированного) против «захвата» российские компании применяют разнообразные способы защиты (см Приложение таблица «Российские формы защиты от враждебных поглощений с использованием международного опыта»).

Некоторые из форм защиты при захвате, которые применяются в российской практике, трудно квалифицировать в силу их кумулятивного эффекта. Необходимо отметить, что достаточно результативные способы защиты часто не достигали свойственного им эффекта в российских сделках. Так, трансферт контроля в отношении КрАЗа произошел, даже несмотря на удачно проведенное размещение акций в октябре 1999 года.

В России, как и на Западе, должно быть понято правило, что наилучшая тактика и стратегия защиты – осуществлять со своей компанией то, что делала бы сама компания-покупатель после получения контроля.

В заключение, хотелось бы отметить, что в этой главе были рассмотрены российские особенности враждебных поглощений и методы защиты от них в контексте англосаксонской модели консолидации собственности. Однако, эта модель, имеющая целью обеспечение финансово-экономической эффективности планируемых и осуществляемых сделок, уделяет недостаточно внимания социальным аспектам проблемы. В связи с этим, может оказаться достаточно полезным опыт корпоративных слияний и поглощений в Японии.

К особенностям японской модели слияний и поглощений относятся:

- Меры по обеспечению и закреплению постоянных акционеров, причем эта политика проводится как в рамках компаний и банков среднего размера, так и гигантов японской экономики;
- Солидарная позиция основных акционеров, персонала компании и профсоюзов в отношении предполагаемой сделки слияния и поглощения;

- Взаимное предпочтение формированию вертикальных и горизонтальных предпринимательских групп и межфирменных объединений, что препятствует насильственным поглощениям конгломератного характера;
- Сложившаяся законодательная система, фактически препятствующая проникновению иностранного капитала с целью недружественных поглощений.

Более 60% публичных японских корпораций считают желательным, чтобы 60-70 % акций, находящихся у внешних собственников, принадлежало стабильным акционерам⁶⁰. Когда, с учетом «стабильных акционеров» и других крупных институтов, от 60 до 80% акций выпадают из свободной торговли, менеджеры могут не опасаться захвата и сосредоточиться на долгосрочных целях. Потенциальная возможность утраты информационной эффективности вследствие механического объединения отдельных организаций и разрушения устоявшихся личных связей также является существенным барьером на пути враждебного поглощения.

В отличие от приверженцев англосаксонской модели слияний и поглощений, японские экономисты и представители бизнеса едины во мнении, что расходование значительных средств, в особенности на недружественные «захваты», а также негативные социальные последствия подобных операций являются непродуктивной тратой материальных и человеческих ресурсов и в конечном счете препятствуют экономическому росту и становлению адекватного социального климата.

⁶⁰ Стасюк К. Корпоративные слияния и поглощения в Японии—уроки для России // Рынок ценных бумаг.- 2000.-№12.-С.47.

Заключение

Подводя итоги работы, представляется целесообразным изложить выводы, которые были получены в результате исследования.

Так, слиянием и поглощением с точки зрения мировой практики является не совсем то, что привыкли этими терминами обозначать в нашей стране. Если слиянием во всем мире признается процесс, при котором в результате передачи в соответствии с передаточным актом всех прав и обязанностей реорганизуемых компаний образуется новое общество, то наиболее заметные российские слияния последнего времени, строго говоря, таковыми не являются⁶¹. В нашей стране происходят объединение акционерного капитала, передача контрольных пакетов компаний в управление вновь создаваемым холдинговым структурам, обмен пакетами акций.

Реорганизация компаний служит повышению эффективности акционерного капитала, способствует его мобильности, воспроизводству в расширяющихся масштабах. Тем не менее на практике само понятие реорганизации толкуется по-разному, что приводит к разного рода недоразумениям и даже конфликтам.

Определение «реорганизации» в широком, а не строго юридическом смысле, означает смену существующего положения дел на другой порядок, более целесообразный и выгодный. Таким образом, реорганизация, или обновление корпоративной структуры, является естественным процессом долгосрочного развития любого современного предприятия.

Однако необходимо отметить, что в России на практике топ-менеджмент компаний использует довольно свободное толкование определения реорганизации, которое не обязательно совпадает с юридическим определением, данным в Законе «Об акционерных обществах». Поэтому часто нельзя провести четкой границы между реорганизацией и реструктуризацией.

В отношении правового обеспечения процесса реорганизации можно заключить, что в целом создана упорядоченная система законодательного регулирования, как в области реорганизации акционерных обществ, так и коммерческих организаций. В этом аспекте можно упомянуть появление в 1999 году Федерального закона «Об ограничении

⁶¹ Савицкий К., Покровский В. Мир слияний и поглощений// Рынок ценных бумаг.-2000.-№19.-С.54

конкуренции на финансовых рынках», принятого в контексте развития антимонопольного регулирования процессов реорганизации в России. Тем не менее, по-прежнему остается немало проблем, возникающих из-за недостаточной приспособленности законодательно установленных процедур к российской практике и возникающих в связи с этим противоречий.

В отношении использования мирового опыта и его применимости в России можно сделать несколько интересных выводов:

- ✓ Во-первых, проведенный анализ свидетельствует о том, что отечественной экономике, так же как и мировой свойственны стремление к укрупнению бизнеса и концентрации капитала, и, следовательно, активное применение сделок реорганизации компаний:
- ✓ Во-вторых, особенностью современных процессов реорганизации в России является то, что они происходят в контексте процессов передела собственности, как переход от менее эффективных владельцев к более эффективным и мобильным;
- ✓ В-третьих, в нашей стране применение классических моделей, используемых в мировой практике не всегда удачно и соответственно требует адаптации и видоизменения, что особенно явно продемонстрировано на примере российского подхода к защите от враждебных действий при реорганизации;
- ✓ Наконец, необходимо отметить еще одну проблему, затрагивающую рынок корпоративного контроля в РФ – это информационная прозрачность процесса реорганизации. Так, качественный сравнительный анализ сделок по реорганизации компаний с использованием инструментов фондового рынка в России и за рубежом не представляется возможным из-за низкой информационной открытости российских компаний при приобретении бизнеса, причем данные по параметрам сделки не раскрываются даже после их реализации. Но ситуация меняется, и количество компаний, считающих, что прозрачность является преимуществом, растет. Примером можно назвать информационную политику при реорганизации ПАО «Норильский никель», которая ориентирована на максимальную открытость и доступность каждому заинтересованному лицу.

Существенные отличия исследуемых процессов в развитых странах мира и в России обусловлены, с одной стороны, несопоставимостью масштабов сделок (у нас концентрация проходит пока на уровне региональных монополистов) и, с другой стороны, доходностью от совершенных операций. Например, средний уровень показателя P/E, достигаемый в

результате сделок слияний и поглощений в мировой практике в несколько раз превышает соответствующее значение по России (оценочно 20 против 4)⁶².

Анализируя процессы реорганизации компаний невозможно не оценить роль и значение ценных бумаг. В современных условиях практически невозможно осуществлять какие-либо преобразования без участия инструментов фондового рынка. Они служат как индикатором успешности и эффективности проводимых преобразований, так и инструментом непосредственного процесса реализации реорганизации в любой ее форме. Операции с ценными бумагами (дополнительная эмиссия, конвертация) применяются практически на каждом этапе проводимых корпоративных изменений, однако особенное значение они приобретают при выборе метода финансирования сделок.

В заключение, хочется отметить, что в настоящее время в России идет процесс своеобразной интернационализации бизнеса, когда бизнес идет туда, где условия более выгодны для развития и будущей деятельности, а инструментом реализации этих возможностей через рынок ценных бумаг и является реорганизация.

⁶² Антонов В., Колосов А. Глобализация мирового рынка пищевой продукции. Российская пищевая промышленность: тенденции развития // Рынок ценных бумаг.-2000.-№6.-С.21

Список литературы:

1. Гражданский Кодекс Российской Федерации (часть первая): Принят Государственной Думой 21.10.94; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 30.11.94. №51-ФЗ (в редакции Федеральных законов от 20.02.96 №18-ФЗ, от 12.08.96 №111-ФЗ, от 08.07.99 №138-ФЗ, от 16.04.01 №45-ФЗ) //Консультант-Плюс
2. Федеральный закон Российской Федерации Об акционерных обществах: Принят Государственной Думой 24.11.95.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 26.12.95. №208-ФЗ (в редакции Федеральных законов от 13.06.96. №65-ФЗ, от 24.05.99 №101-ФЗ) // Консультант-Плюс
3. Федеральный закон Российской Федерации О рынке ценных бумаг: Принят Государственной Думой 20.03.96.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96. №39-ФЗ (в редакции Федеральных законов от 26.11.98. №182-ФЗ, от 08.07.99. № 139-ФЗ) //Консультант-Плюс
4. Закон РСФСР О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках: Утвержден Указом первого заместителя Председателя Верховного Совета РСФСР от 22.03.91 №948-1 (в редакции Законов Российской Федерации от 24.06.92 №3119-1, от 15.07.92 №3310-1; Федеральных законов от 25.05.95 №83-ФЗ, от 06.05.98 №70-ФЗ, от 02.01.00 №3-ФЗ) //Консультант-Плюс
5. Федеральный закон Российской Федерации О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Принят Государственной Думой 12.02.99; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 05.03.99. №46-ФЗ // Российская газета.-1999.-№46
6. Федеральный закон Российской Федерации О защите конкуренции на рынке финансовых услуг: Принят Государственной Думой 04.06.99.; Утвержден Указом

- Президента Российской Федерации от 23.06.99. №117-ФЗ // Российская газета.-1999.- №120
7. Стандарты эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций: Утверждены Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 12.02.97 №8 // Финансовая газета (Региональный выпуск).-1997.- №17-20
 8. О внесении изменений и дополнений в стандарты эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций, утвержденные Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 12.02.97. №8: Утверждены Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11.11.98. №48 // Вестник ФКЦБ России.-1998.-№10
 9. Положение Об особенностях реорганизации банков в форме слияния и присоединения от 30.12.97. №12-П (в редакции Указаний ЦБ РФ от 22.03.99 №517-У, от 18.06.99 №584-У) / Центральный банк Российской Федерации // Консультант-Плюс
 10. Положение О порядке и объеме раскрытия информации открытыми акционерными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем подписки: Утвержденные Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 20.04.98. №9 // Вестник ФКЦБ России.-1998.-№2
 11. Baradwaj, Babu G., Donald R. Fraser, and Eugene P. H. Furtado Hostile Bank Takeover Offers // Journal of Banking and Finance.-1990.-December.-pp.29-42
 12. Ewing J. This show of muscle isn't so scary // Business Week.-10.01.2000.-p.7
 13. Hitchen Ian Corporate Finance: Mergers and Acquisitions.-London: DC Gardner Training.-1999.-pp.69.
 14. Russia Equity Research: daily news // Brunswick UBS Warburg.-2001.-02.04.
 15. Steven N. Kaplan., Richard S. Ruback. The market pricing of cash flow forecasts: discounted cash flow vs. the method of "comparables" // Journal of Applied Corporate Finance.-vol.8.- №4.-1996.-pp.-45-61
 16. Weston J.F., Chung K.S.,Hoag S.E. Mergers, Restructuring, and Corporate Control. Prentice-Hall,Inc., Englewood Cliffs,N.J., 1990.-p.762
 17. Бердникова Т.Б. Механизм деятельности акционерного общества на рынке ценных бумаг России.-М.: Инфра-М.-2000.-150с.
 18. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов.-М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997.-р.998
 19. Коупленд Т.,Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление.-М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 1999.-576с.

20. Ларионова И.В. Реорганизация коммерческих банков.-М.: Финансы и статистика, 2000.-366с.
21. Оценка бизнеса: учебник. Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации; под ред. д.э.н. Грязновой А.Г., д.э.н. Федотовой М.А.-М.: Финансы и статистика, 1998.-509с.
22. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. - М.: Финансы и статистика, 2000.-455с.
23. Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации; кафедра ценных бумаг и биржевого дела.-М.:ФА,1999.-202с.
24. Храброва И.А. Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилированные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика. М.: Издательский Дом «АЛЬПИНА»,2000.-198с.
25. Чиркова Е. В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес»,1999.-288с.
26. Шарп У. Инвестиции.-М.: Инфра-М.-1998
27. Авдашева С., Дементьев В. Акционерные и неимущественные механизмы интеграции в российских бизнес-группах // Российский экономический журнал.-2000.-№1.-С.17.
28. Антонов В., Колосов А. Глобализация мирового рынка пищевой продукции. Российская пищевая промышленность: тенденции развития // Рынок ценных бумаг.-2000.-№6.-С.16-21
29. Базоев С. Мировой бизнес: эпоха слияния компаний // Рынок ценных бумаг.-1999.-№4.-С.39-42
30. Бланк И.А. Словарь-справочник финансового менеджера Киев: Ника-центр, Эльга.-1998.-С.306
31. Брагинский А. Консолидация сектора связи в России // Рынок ценных бумаг.-2000.-№4.-С.58-59
32. Бутрин Д. Кому принадлежит Россия-2 // Власть.-2000.-№45.-С.16-19
33. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом.-1999.-№1.-С.27-49.
34. Волков А., Привалов А. А ну-ка, отниму! // Эксперт.-2001.-№1-2.-С.28-29.
35. Ганеев Р. Реорганизация акционерных обществ: практический аспект // Журнал для акционеров.-1999.-№6.-С.35-39
36. Глушецкий А. Реструктуризация акционерных обществ. Решение о реорганизации // Рынок ценных бумаг.-2000.-№12.-С.52-54

37. Глушецкий А. Реструктуризация акционерных обществ. Финансовые барьеры // Рынок ценных бумаг.-2000.-№11.-С.62-67
38. Глушецкий А. Реструктуризация акционерных обществ: плюсы и минусы // Рынок ценных бумаг.-2000.-№9.-С.60-63
39. Глушецкий А. Реструктуризация акционерных обществ: проблемы размещения акций // Рынок ценных бумаг.-2000.-№10.-С.42-45
40. Голубович Т. Акция по обмену акций // Деньги.-2001.-№16.-С.82
41. Гордеев Е. Значит, выход – в движении! // Российская газета.-2000.-29.09.
42. Драчева Е., Либман А. Проблемы глобализации и интеграции международного бизнеса и их влияние на российскую экономику // Менеджмент в России и за рубежом.-2000.-№4.-С.111-120.
43. Ежемесячный обзор компаний в металлургии // Ренессанс Капитал.-2000.-25.09.
44. Жданов А.Ю., Габышев Н.П. Эффективная дивидендная политика и финансовая прозрачность – цели реструктуризации РАО «Норильский никель» // Рынок ценных бумаг.-2001.-№5.-С.37-39.
45. Иванов Н., Бутрин Д. «Норильский никель» изменился в лице // Коммерсантъ.-2000.-20.09
46. Кашулинский М. «Норникель» исчезнет // Ведомости.-2000.-19.09
47. Кирсанов В. Реструктуризация или передел собственности // Журнал для акционеров.-2000.-№3.-С.10-14
48. Козицын С. Стальные инвестиции // Деньги.-2001.-№16.-С.83
49. Коровайко А. Договоры о слиянии и присоединении хозяйственных обществ //Хозяйство и право.-2001.-№2.-С.10-15.
50. Корпоративная борьба–борьба за контроль в акционерном обществе // Рынок ценных бумаг.-1999.-№4.-С.54-57
51. Кузин А. Реорганизация отвечает интересам всех акционеров: интервью с генеральным директором РАО «Норильский никель» А. Хлопониным // Финансовая Россия.-2000.-28.09
52. Кузин А. Страсти по «Норникелю» //Финансовая Россия.-2000.-21.09.
53. Кузнецов А. Обмен или обман? // Финансовая Россия.-2000.-21.09.
54. Леонов О. От количества к качеству // Эксперт.-2000.-№47.-С.50.
55. Леонов Р. “Враждебные поглощения” в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики // Рынок ценных бумаг.-2000.-№24.-С.35-39
56. Лидеры финансового рынка: итоги-2000, планы-2001 // Рынок ценных бумаг.-2001.-№1.-С.10-19.
57. Лозовский Л., Райзберг Б. Словарь-справочник предпринимателя М.: Ось-89, 1997.-288с.

58. Луценко А., Храброва В. Проекты межрегионального объединения с точки зрения инвестиционной привлекательности // Рынок ценных бумаг.-2000.-№16.-С.37-41
59. Материалы ежедневного обзора рынка акций // НИКОЙЛ.-2001.-03.04.
60. Материалы еженедельного обзора рынка ценных бумаг // Компания “Ренессанс Капитал”.-2001.-02.04.
61. Новицкий И., Кирсанов В. Сделки при реструктуризации акционерного общества // Экономика и жизнь.-1999.-№51.-С.26
62. Перевозчиков Ф. Русский стиль управления: партнерство ради дела // Интеррос.-2001.-№1.-С.14-17
63. Корпоративная реорганизация и приобретение компании Norimet Limited // Презентация РАО «Норильский никель».-2000.-19.09.
64. Пресс-релизы Управления общественных связей РАО “Норильский никель”.-2000:-19.09; 21.09;25.09;05.10; 06.10; 27.11; 01.12; 04.12; 15.12; 18.12.
2001:-12.01; 16.01; 26.01; 23.02; 02.04; 05.04.
65. Процесс интеграции – проблемы и перспективы: комментарии ведущих аналитиков // Рынок ценных бумаг.-2000.-№4.-С.59-60
66. Радыгин А. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России // Вопросы экономики.-1999.-№8.-С.85-103.
67. Радыгин А. Перераспределение прав собственности в постприватизационной России. // Вопросы экономики.-1999.-№6.-С.67-68.
68. Реструктуризация РАО “Норильский никель” идет полным ходом // Ежемесячный аналитический обзор компаний “Ренессанс Капитал”.-2001.-февраль.
69. Рудык Н.Б. Мотивы слияний и жестких поглощений // Вестник НАУФОР.-2000.-№4.-С.38-42, №6.-С.40-43
70. Рыжиков С. Методика определения коэффициентов обмена акций при слияниях и присоединениях компаний // Рынок ценных бумаг.-2001.-№6.-С.85-90.
71. Савицкий К., Покровский В. Мир слияний и поглощений // Рынок ценных бумаг.-2000.-№19.-С.54-57
72. Саркисянц А. Поглощения, слияния и фондовый рынок // Аудитор.-1999.-№3.-С.51-55
73. Сидорович Е. Опыт объединения телекоммуникационных компаний // Рынок ценных бумаг.-2000.-№16.-С.32-36
74. Синицкий А. Более вкусный пирог // Известия.-2000.-26.09
75. Стасюк К. Корпоративные слияния и поглощения в Японии–уроки для России // Рынок ценных бумаг.-2000.-№12.-С.47-51
76. Стеценко А., Милованцева А., Ращевская Н. Укрупнение компаний-увеличение инвестиций // Рынок ценных бумаг.-2001.-№6.-С.95-100.

77. Столяров Б. Деприватизация уже невозможна // Новая газета.-2000.-№69
78. Толстохлебов С., Иващенко Ю. Особенности порядка конвертации ценных бумаг в реестрах реорганизуемых акционерных обществ // Рынок ценных бумаг.-2000.-№20.-С.40-42
79. Фельдман А.Б. Трансформация корпораций//Журнал для акционеров.-2000.-№3.-С.15-16
80. Фурщик М. Мировые интеграционные процессы в сфере телекоммуникаций // Рынок ценных бумаг.-2000.-№4.-С.56-57
81. <http://www.akdi.ru/>
82. <http://www.bizoffice.ru/>
83. <http://bubsm.com/>
84. <http://www.appraiser.ru/>
85. <http://www.brokerage.nikoil.ru/>
86. <http://www.cfin.ru/>
87. <http://www.expert.ru/>
88. <http://www.fedcom.ru/>
89. <http://www.finam.ru/>
90. <http://www.globaltrade.ru/>
91. <http://www.iosco.org/>
92. <http://www.normik.ru/>
93. <http://www.pio.kiev.ua/>
94. <http://www.pro-invest.com/>
95. <http://www.projectm.narod.ru/>
96. <http://www.rencap.com/>
97. <http://www.reuter.ru>
98. <http://www.sec.com/>
99. <http://www.skrin.ru/>
100. <http://www.trodial.ru/>