

Содержание

Введение.....	2
Глава 1. Теоретические основы сделок по слияниям и поглощениям.....	5
1.1. Теоретическое обоснование мотивов слияний и поглощений.....	5
1.2. Характеристика видов слияний и поглощений.....	9
1.3. Противозахватные мероприятия.....	13
1.3.1. Ядовитые пилюли.....	14
1.3.2. Поправки к уставу.....	16
1.3.3. «Золотые парашюты».....	17
1.3.4. Изменения структуры капитала.....	17
1.3.5. Защита Пэк-Мэн.....	20
1.3.6. Инструменты активной обороны.....	20
Глава 2. Организация сделок слияний и поглощений.....	22
2.1. Тактика слияний и поглощений.....	22
2.1.1. Создание первичной позиции.....	22
2.1.2. Тендерные предложения.....	23
2.1.3. Покупки на открытом рынке.....	25
2.1.4. Борьба за доверенности.....	26
2.2. Способы финансирования слияний и поглощений.....	28
2.2.1. Финансирование с использованием внутренних ресурсов.....	29
2.2.2. Финансирование с использованием заемных средств.....	33
2.3. Структурирование сделок слияний и поглощений.....	38
2.3.1. Налоговое планирование.....	40
2.3.2. Вопросы бухгалтерского учета.....	43
Глава 3. Оценка эффективности слияний и поглощений.....	45
3.1. Особенность синергетических выгод.....	45
3.2. Управление стоимостью при слияниях и поглощения.....	51
3.2.1. Стратегический аспект слияний и поглощений.....	52
3.2.2. Основные шаги, позволяющие реализовать стоимость.....	56
3.3. Пример оценки стоимости цели поглощения и измерение синергии.....	62
Заключение.....	68
Список литературы.....	70
Приложение 1: Основные характеристики рынка слияний и поглощений.....	74
Приложение 2: Основные схемы налогового планирования при структурировании сделок слияний и поглощений.....	80
Приложение 3: Расчеты по оценке синергетического эффекта.....	84

Введение

Интерес к слияниям и поглощениям в мире очень высок и является важным индикатором состояния экономики. Степень активности общемирового рынка корпоративного контроля позволяет оценить позицию экономики страны или региона на глобальном экономическом цикле и отражает консенсус-прогноз участников рынка касательно перспектив экономики в будущем.

В результате формирования глобальных рынков, наблюдается процесс консолидации многих отраслей. В этой ситуации общая конкурентоспособность страны определяется тем, насколько успешно и динамично экономические субъекты проникают на смежные рынки, и насколько эффективно происходит консолидация отраслей внутри страны. Подобные тенденции оказывают влияние и на российские предприятия. В последние несколько лет мы наблюдаем достаточно серьезный рост объемов российского рынка слияний и поглощений: количество сделок возросло с 119 в 1999 году до 408 в 2003 году¹. Это позволяет говорить о том, что прошел этап выживания для отечественных предприятий и вектор развития направлен на формирование крупных промышленных холдингов.

Однако подобный экстенсивный рост путем приобретения новых предприятий таит в себе не только потенциал для расширения, но и опасность уничтожения стоимости акционеров. Статистика сделок по слияниям и поглощениям, к сожалению, не утешительна и сигнализирует о необходимости правильно выбирать потенциальную цель. Результаты исследований подтверждают тезис о неоднозначности оценок эффективности слияний и поглощений. По результатам исследования 300 слияний за период 1987-1997 гг., проведенного компанией PricewaterhouseCoppers, 57% компаний отстают

¹ KPMG

в своем развитии, а издание *Mergers & Acquisitions Journal* утверждает, что 61% исследованных сделок не окупает вложенных средств².

Теме слияний и поглощений посвящено множество работ, однако, большинство авторов делает акцент на технические аспекты процесса слияния или поглощения. Бесспорно, финансовый консультант должен великолепно разбираться в методах оценки активов и проводить детальную фондовую инвентаризацию (*due diligence*) компании-цели. Но на таком конкурентном рынке, как рынок M&A, финансовый посредник должен предложить клиенту нечто большее, чем просто квалификацию оценщика. Риск акционеров при слияниях и поглощениях достаточно велик, поэтому потенциальный клиент инвестиционного банкира ожидает получить совет о том, как создать дополнительную стоимость для акционеров. Ответ на вопрос создает ли сделка стоимость (синергию) помогает не только принять решение о совершении сделки, но и правильно оценить возможную цену приобретения.

Целью данной работы является целостный анализ процесса принятия решения об экономической целесообразности слияния или поглощения, а также представление основных элементов, оказывающих влияние на стоимость сделки. В первой главе проводится анализ мотивов, которыми менеджеры руководствуются при принятии решения о слиянии, а также приводится классификация сделок по слияниям и поглощениям. Многообразие инструментов рынка корпоративного контроля требует от консультанта также понимания методов защиты в случае попыток недружественного поглощения.

Вторая глава посвящена вопросам технологии слияний или поглощений. Рассматриваются тактические мероприятия, необходимые для достижения стратегической цели объединения компаний – добавочной акционерной

² Институт экономики переходного периода

стоимости, а также вопросы финансирования. Структура финансирования позволяет аналитику оценить экономические мотивы управляющих компании при слияниях и, соответственно, определить возможную реакцию рынка на объявляемую сделку. Сложное переплетение таких факторов, как способ отражения сделки в бухгалтерском учете, режим налогообложения и комбинация источников финансирования, является ключевым в успехе сделок с высоким финансовым плечом.

Наконец, в третьей главе обсуждаются вопросы оценки эффективности сделки слияния или поглощения – синергетический эффект, а также управление стоимостью при слияниях и поглощениях. Многие финансисты для анализа факторов повышения стоимости используют метод дисконтирования денежных потоков и определяют те переменные модели, которые оказывают влияние на формирование стоимости. К подобным переменным можно отнести свободный денежный поток и средневзвешенную ставку капитала. Однако первопричиной в изменении стоимости является эффективное управление самого объекта оценки (предприятие), которое находит свое отражение в финансовой отчетности и оценки инвесторами рискованности данного бизнеса.

В данной главе был сделан акцент на стратегический аспект при выборе компании-цели и факторах, влияющих на успешное закрытие сделки. Кроме общего подхода к оценке эффективности, была разработана модель оценки синергетического эффекта.

Глава 1. Теоретические основы сделок по слияниям и поглощениям

1.1. Теоретическое обоснование мотивов слияний и поглощений

На процесс принятия решения о слиянии или поглощении оказывает влияние широкое разнообразие мотивов и факторов. Это обстоятельство породило разнообразие теоретических интерпретаций данного процесса. В данной главе делается попытка выделить основные теории, позволяющие понять, что заставляет рынок корпоративного контроля увеличиваться в объемах и развиваться, несмотря на неоднозначность результатов большого процента сделок.

В соответствии с теорией высокомерия менеджеров, предложенной Ричардом Роллом³, эффективность компании и ее стоимость действительно не повышаются в результате слияния. Это связано с тем, что менеджмент компании, как правило, переоценивает свои способности и возможности, считая, что сможет получить выигрыш от приобретения другой компании. Гипотеза гордыни предполагает, что управляющие при заключении сделок по слияниям и поглощениям, руководствуются собственными личными мотивами, которые не всегда экономически обоснованы. Теория Ролла позволяет объяснить, почему менеджеры платят премию за компании, которые уже оценены рынком. Высокомерие менеджеров позволяет им считать, что их оценка более верна и превосходит оценку рынка.

Ролл заявляет, что в случае правильности его теории, при объявлении о сделках по слиянию или поглощению должно происходить следующее:

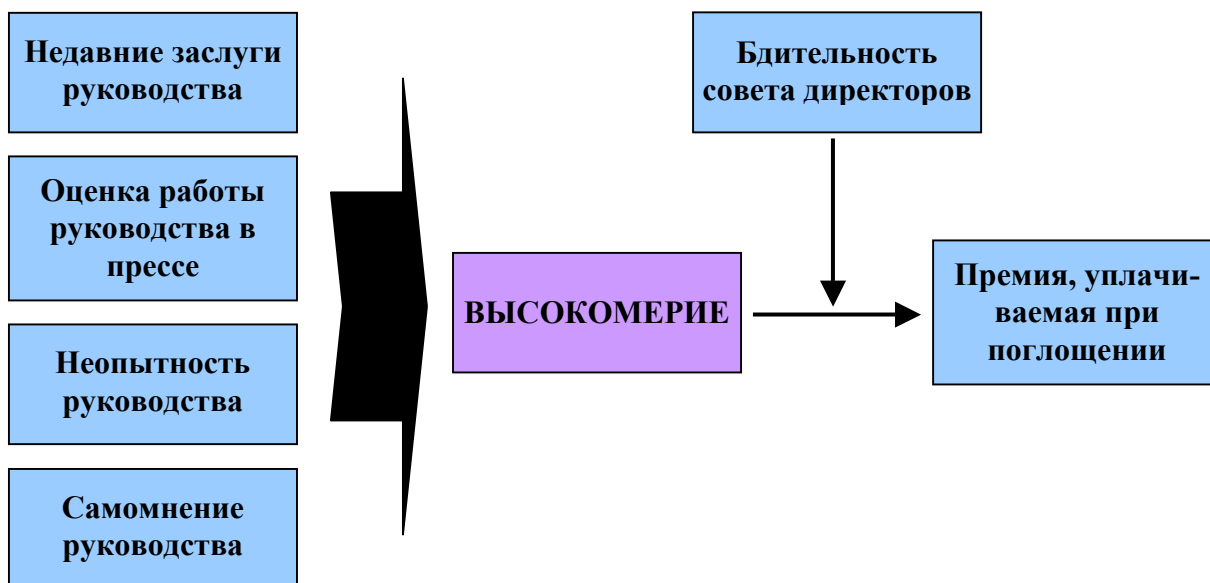
³ Richard Roll. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. Journal of Business 59, no. 2 (April 1986), pp. 197-216.

- Цена акций приобретающей компании должна снижаться. Это происходит в силу того, что сделка не лучшим образом повлияет на благосостояние акционеров компании-покупателя.
- Цена акций компании-цели должна вырасти. Причина – акционеры компании получают премию.
- Комбинированный результат роста стоимости компании-цели и падения стоимости компании-покупателя должен быть негативным, так как существуют еще издержки при осуществлении процесса поглощения и последующей интеграции компаний.

Ряд исследований показывает, что объявление приобретающей компании о поглощении приводит к снижению ее капитализации. Также большое количество исследований подтверждает тот факт, что покупатели склонны переплачивать.

Таким образом, теория о высокомерии базируется на том, что, во-первых, руководство компаний не в состоянии адекватно реагировать на реальное положение дел и не оценивает результаты своих прошлых действий; и, во-вторых, акционеры и совет директоров систематически дают возможность менеджменту принимать инвестиционные решения, результатом которых не является увеличение стоимости компании.

Рисунок 1. Модель высокомерия управляющих



Источник: Mathew L. A. Hayward, Donald C. Hambrick, Explaining Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. July 1995.

Другое объяснение недостаточной эффективности большого числа слияний является одним из наиболее популярных в теории корпоративных финансов и связано с теорией агентских отношений⁴. В соответствии с данной теорией, в силу несовпадения интересов управляющих (агентов) и собственников (принципалов), слияния, как правило, представляют интерес для менеджмента, но необязательно для акционеров компании. Теория агентских отношений видит источник неэффективности компаний в инертности менеджмента, а также в том, что высшее руководство недостаточно заинтересовано в увеличении рыночной стоимости компании. Слияния происходят как результат реализации амбиций управляющих в ущерб благосостоянию акционеров.

Гипотеза «проклятье победителя» позволяет элегантно объяснить результативность не только слияний и поглощений, но и любого аукциона. Гипотеза гласит, что в борьбе за целевую компанию с наибольшей вероятностью выигрывают те покупатели, которые переоценили ее стоимость. В резуль-

⁴ Fama, E.F. and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control. Journal of Law and Economics. 1983, June 26th, pp. 301-325.

тате покупатели, которые оценили цель наиболее точно, не считают экономически целесообразным предлагать большую премию и проигрывают аукцион победителю, предложившему максимальную цену. Гипотеза «проклятье победителя» поддерживает гипотезу высокомерия.

Некоторые поглощения мотивируются уверенностью компании-покупателя в возможности увеличения эффективности работы покупаемой компании за счет смены руководства и привнесения управленческих инноваций. Подобные мотивы являются жизненными в ситуации, когда крупные компании делают предложение о выкупе меньшим по размеру компаниям. Кроме того, эффективность покупаемой компании в некоторых случаях возможно улучшить простым анализом ее инвестиционных проектов и приостановкой проектов, характеризующихся отрицательной чистой приведенной стоимостью (Net Present Value, NPV).

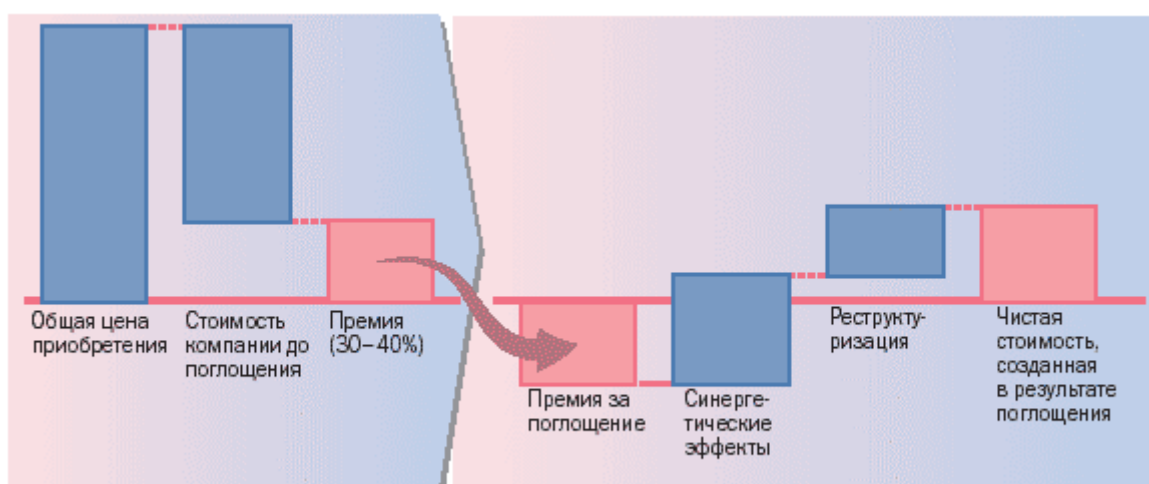
Еще одним мотивом для слияний и поглощений является диверсификация деятельности компании, что подразумевает рост за пределы отрасли. Одна из причин диверсификации – это желание менеджмента компании войти в более привлекательные с точки зрения прибыльности отрасли. Это позволяет компании повысить доходность своего портфеля инвестиций. Финансовой выгодой диверсификации является снижение волатильности денежных потоков при объединении компаний с не полностью коррелируемыми потоками прибыли.

Однако теория корпоративных финансов трактует подобный мотив как попытку менеджеров сделать то, что у акционеров получилось бы намного эффективнее при меньших транзакционных издержках. Если акционер считает, что ему необходимо диверсифицировать свои инвестиции, он просто купит на рынках акции тех предприятий (отраслей), которые позволят ему снизить риск вложений и достичь желаемой доходности. Таким образом, ре-

шение менеджмента о диверсификации деятельности предприятия лишь негативно сказывается на уже эффективно сформированный портфель вложенных акционеров.

На сегодняшний день наибольшее распространение получила теория синергетических выгод. В основе теории лежит принцип действия синергии, что в случае слияния означает способность объединенной компании быть более прибыльной и тем самым оправдать премию, уплаченную к рыночной стоимости компании-цели. Данная концепция более детально раскрыта в Главе 3 Эффективность слияний и поглощений.

Рисунок 2. Взаимосвязь уплаченной премии и синергетического эффекта



Источник: McKinsey

1.2. Характеристика видов слияний и поглощений

Слиянием в мировой практике принято называть объединение двух корпораций, в котором выживает только одна из них, а другая прекращает свое существование⁵. В результате слияния поглощающая компания становится владельцем активов и обязательств поглощенной компании. Часто подобные сделки получают название статутных слияний (statutory merger).

⁵ Патрик Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.-21с.

Выделяют также подчиняющие слияния (subsidiary merger), при которых целевая компания становится дочерней или частью дочерней компании материнской компании. При обратном подчиняющем слиянии (reverse subsidiary merger) дочерняя компания приобретающей компании вливается в цель.

Термин поглощение (takeover) имеет более неопределенный характер использования, так как в одних источниках авторы используют данный термин для обозначения враждебных сделок, в других случаях он употребляется как синоним термину слияние. Можно выделить следующие формы поглощений:

- Дружественное поглощение (friendly takeover): покупатель делает тендерное предложение менеджменту компании-цели.
- Враждебное поглощение (hostile takeover): покупатель делает тендерное предложение непосредственно акционерам компании-цели без предварительного согласования действий с менеджментом компании-цели.

Сделки по слияниям и поглощениям возможно классифицировать по способу финансирования:

- Внутренние источники: нераспределенная прибыль и/или акции компании-покупателя;
- Долговое финансирование: кредитование коммерческого банка, выпуск мусорных облигаций (junk bonds). В рамках данной группы необходимо выделить класс сделок, называемых LBO (Leveraged Buy-Outs).

LBO или выкупы с долговым финансированием – это финансовая технология, при помощи которой открытая корпорация (public corporation) преобразуется в закрытую корпорацию (private corporation). Группа внешних или внутренних инвесторов выкупает все находящиеся в обращении акции ком-

пании, где источником финансирования выступает эмиссия долговых обязательств. Как правило, по прошествии 3-6 лет владельцы снова выводят компанию на рынок капиталов через проведения IPO. В случае если внутренними инвесторами являются менеджеры компании, подобные сделки часто называются MBO (Management Buy-Outs).

Слияния и поглощения можно также классифицировать по экономическим мотивам:

- Горизонтальные;
- Вертикальные;
- Конгломератные.

При горизонтальных слияниях происходит объединение конкурентов, в результате которого происходит увеличение рыночной силы. Термин рыночная сила, который иногда называют силой монополии, определяет способность компании устанавливать и поддерживать цену выше конкурентного уровня. Для измерения рыночной силы был предложен индекс Лернера, который измеряет разность между ценой и предельными затратами:

$$I_L = \frac{(P - MC)}{P}, \text{ где}$$

P – цена;

MC – предельные затраты.

В качестве источников рыночной силы выделяют дифференциацию продукции, барьеры для вхождения в рынок и долю рынка. Горизонтальная интеграция позволяет компаниям увеличивать долю рынка.

Вертикальные слияния и поглощения происходят с целью получения контроля над источником сырья или конечным потребителем. Таким образом, вертикальная интеграция позволяет компании-покупателю получать

контроль над предприятиями, участвующими в процессе создания стоимости продукта. При обратной интеграции (backward integration) происходит движение к источнику поставки, в то время как при прямой интеграции (forward integration) слияния направлены на покупку компаний, имеющих сильные маркетинговые и розничные мощности.

Мотивами вертикальных слияний и поглощений могут быть стремление обеспечить зависимый источник снабжения, что позволит контролировать его наличие, качество и своевременность поставок. Глубокая интеграция вдоль цепочки создания стоимости также позволяет получить экономические выгоды за счет низких транзакционных затрат.

При конгломератных слияниях и поглощениях сделки направлены на рост за пределы текущего направления деятельности. Подобные слияния позволяют получить доступ в другие отрасли и снизить волатильность доходов. Конгломератные сделки были особенно популярны в 1960-х гг., однако позднее произошел процесс деконгломеризации – промышленные группы разукрупнялись через различные «отпочковывания» (spin-offs) и дивестиции (divestitures).

В российском законодательстве термин слияние интерпретируется как реорганизация юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят к новому юридическому лицу. Таким образом, все компании, участвующие в сделке по слиянию, прекращают свое существование, и создается новое юридическое лицо. Классическое определение слияния в мировой практике как объединение нескольких компаний, в результате которого к одной из них переходят все права на активы и обязательства, российским законодательством трактуется как присоединение.

1.3. Противозахватные мероприятия

С развитием рынка корпоративного контроля повышаются требования к противозахватным средствам, помогающим отразить враждебное поглощение. Однако влияние подобных инструментов на благосостояние акционеров является неоднозначным.

Гипотеза укрепления руководства утверждает, что управляющие корпорацией стремятся сохранить свои позиции, используя различные меры корпоративной обороны. Таким образом, это приводит лишь к укреплению позиций руководителей и уменьшает рыночную стоимость инвестиций акционеров. Рейдеры выступают в роли элемента, необходимого для стимулирования эффективности управления компанией менеджерами, что будет положительно отражаться на капитализации компании.

Гипотеза интересов акционеров предполагает, что богатство акционеров повышается, когда руководство предпринимает меры по предотвращению поглощения. Это выражается в экономии ресурсов, так как превентивные мероприятия не требуют выделения ресурсов, а также сам факт наличия противозахватных мер может быть использован для максимизации стоимости для акционеров в процессе торгов. Согласно данной гипотезе, руководство будет использовать оборонительные инструменты до момента, пока не получит предложение, соответствующее интересам акционеров.

Проведение превентивных мероприятий является процедурой по возведению стен, способных отразить атаки рейдеров. Превентивные мероприятия могут быть объединены в следующие группы:

- «Ядовитые пилюли» (poison pills): ценные бумаги, выпускаемые потенциальной целью с тем, чтобы сделать ее менее ценной для покупателя.

- Поправки к уставным документам: поправки, делающие затруднительным внесение изменений в управленческий контроль компании-цели.
- «Золотые парашюты» (golden parachutes): привлекательные соглашения о выходных пособиях для руководства компании.

1.3.1. Ядовитые пилюли

Ядовитые пилюли были изобретены знаменитым юристом в области слияний и поглощений Мартином Липтоном (Martin Lipton) в 1982 г. Он предложил ядовитые пилюли первого поколения, которые назывались планом привилегированных акций. Компания-цель выплачивала своим акционерам дивиденды в виде привилегированных акций, которые конвертировались в акции компании-покупателя, в случае получения ею контроля над компанией-целью. Однако данный механизм имел существенный недостаток – немедленное негативное влияние на баланс компании, использующей подобную ядовитую пилюлю. Привилегированные акции, как правило, включаются в долгосрочный долг и оказывают влияние на финансовые показатели.

К ядовитым пилюлям второго поколения относятся внешние права (flip-over). Вместо привилегированных акций выпускаются права, позволяющие владельцам покупать акции приобретающей компании по низкой цене. Сертификаты прав распределяются между акционерами в форме дивиденда и активизируются после определенного пускового события. Типичным пусковым событием является одно из следующих:

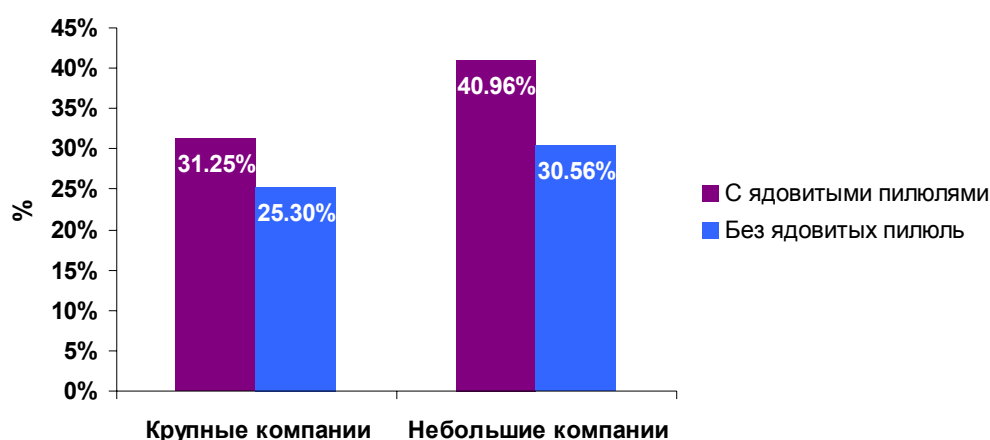
- приобретение 20% акций компании, находящихся в свободном обращении физическим или юридическим лицом;
- тендерное предложение на 30% или более акции компании-цели.

Основным недостатком внешних прав является то, что они эффективны лишь в случаях приобретения 100% компании-цели. Внутренние ядовитые пилюли (flip-in) стали реакцией на получение контроля при покупке менее 100% компании-цели. Ядовитые пилюли третьего поколения позволяют своим владельцам приобретать акции компании-цели, что позволяет размыть доли собственников компании-цели.

Механизм выпуска ядовитых пилюль заключается в следующем. Происходит выпуск прав, распределяемых среди акционеров в виде дивидендов. До наступления пускового события права торгуются вместе с акциями, однако, как только наступает активизация права, они отделяются и становятся исполняемыми. В этот момент акционеры получают сертификаты прав. Права могут быть выкуплены эмитентом по номинальной цене в случае дружественного поглощения.

Необходимо упомянуть о влиянии наличия ядовитых пилюль на акционеров. Исследование, проведенное компанией Georgeson and Company, показало, что защищенные корпорации в выборке получили премии на 78,5% выше цен в 1988 г. и на 26% выше в 1996 г.

Рисунок 3. Зависимость премий при слияниях и поглощениях от наличия ядовитых пилюль



Крупные компании – капитализация более 1 млрд. долл.
Небольшие компании – капитализация менее 1 млрд. долл.

Источник: Poison Pills and Shareholder Value: 1992-1996. Georgeson and Company.

1.3.2. Поправки к уставу

Изменения в уставных документах требуют одобрения акционеров, и обычно менеджмент компании получает подобное одобрение. Крупные институциональные инвесторы скорее выступают пассивными акционерами и принимают сторону руководства.

К наиболее распространенным поправкам можно отнести:

- многоступенчатые условия выборов в совет директоров;
- положения о сверхбольшинстве;
- положение о справедливой цене;
- двойная капитализация.

Защита в форме многоступенчатых выборов совета директоров изменяет срок деятельности полномочий совета директоров таким образом, что лишь некоторые директора могут избираться в течение каждого рассматриваемого года. Типичное положение дает разрешение избирать 1/3 совета директоров каждый год сроком на три года. Такой совет называется классифицированным советом. Таким образом, классифицированный совет директоров не позволяет компании-покупателю мгновенно обеспечить мажоритарное представительство в совете директоров.

Положение о сверхбольшинстве предусматривает необходимость большего, чем предписывает законодательство количества голосов для одобрения определенного рода сделок, например слияний. Как правило, сверхбольшинство предусматривает одобрение 80% или 2/3 голосов. Подобное положение обычно включает оговорки об отказе (escape clauses), позволяющие компании отменять или аннулировать положение о сверхбольшинстве.

Положение о справедливой цене требует от потенциального покупателя оплаты минаритарным акционерам как минимум справедливой цены за их акции. В уставе может быть зафиксирована формула расчета справедливой цены или указывается коэффициент P/E.

Последним из рассматриваемых инструментом является реструктуризация акционерного капитала в два вида акций с различными правами голосования. Это позволяет дать больше голосующих прав группе акционеров, поддерживающих руководство компании. Технически двойная капитализация осуществляется путем выпуска акций различного класса.

1.3.3. «Золотые парашюты»

Соглашение о «золотом парашюте» обеспечивает разовую выплату высшим руководителям в случае их добровольного или принудительного увольнения. Соглашение обычно вступает в силу, если увольнение происходит в течение года после смены контроля.

«Золотые парашюты» не нашли широкого применения, однако необычным исключением являются «серебряные парашюты» - это компенсационные соглашения, предоставляемые большинству сотрудников компании, включая обычных служащих.

Наличие превентивных методов защиты не гарантирует, что компания не подвергнется попытке враждебного захвата. Рынок отреагировал развитием серии инструментов для активной обороны.

1.3.4. Изменения структуры капитала

Компания, подвергнувшаяся нападению, может внести определенные изменения в структуру своего капитала и тем самым сделать цель менее при-

влекательной для захвата. Для этого менеджмент может использовать следующие инструменты:

- Рекапитализация;
- Принятие дополнительного долга;
- Дополнительный выпуск акций;
- Обратный выкуп акций.

Рекапитализация

Планы рекапитализации стали популярными в 1980-х гг. и часто включают выплату акционерам супердивиденда, который финансируется через долговое финансирование. Таким образом, рекапитализация позволяет компании заменить собственный капитал заемным и тем самым сделать компанию-цель менее привлекательной.

Принятие дополнительных долговых обязательств

Компания-цель может увеличить долговую составляющую пассива двумя способами: 1) получить кредит в банке или 2) выпустить облигации. Дополнительные заимствования иногда оказываются для компании, ее применяющую, тактикой выжженной земли, так как предотвращение поглощения подобным образом может привести компания-цель к банкротству в будущем.

Дополнительный выпуск акций

Выпуск дополнительных акций позволяет внести изменения в структуру капитала увеличением собственного капитала. Увеличение количества акций делает захват более трудной задачей, однако, это приводит к размыванию доли собственности акционеров. Кроме того, увеличение количества акций приводит к снижению котировок.

Обратный выкуп акций

Для предотвращения враждебного поглощения компания-цель может воспользоваться выкупом собственных акций. Это позволяет компании 1) сделать акции недоступными для покупателя, 2) предотвратить попадание крупных пакетов акций в руки арбитражеров, 3) свободные финансовые ресурсы, потраченные на выкуп становятся недоступными для покупателя.

Однако данный инструмент имеет серьезный недостаток – в результате выкупа акций на рынке в свободном обращении остается меньше акций, что делает получение контроля более простой задачей для покупателя. Решением является целевой выкуп акций, при котором предложение о выкупе производится только тем, кто наиболее вероятно продаст акции враждебному покупателю.

Таблица 1. Крупнейшие рекапитализации

Компания	До рекапитализации	После рекапитализации
<i>Multimedia</i>		
Долгосрочная задолженность	73	878
Балансовая стоимость/Кол-во акций	15	-52
<i>FMC Corp.</i>		
Долгосрочная задолженность	303	1787
Балансовая стоимость/Кол-во акций	7	-11
<i>Colt Industries</i>		
Долгосрочная задолженность	342	1643
Балансовая стоимость/Кол-во акций	3	-37
<i>Owens-Corning</i>		
Долгосрочная задолженность	543	1645
Балансовая стоимость/Кол-во акций	32	-26
<i>Holiday Corp.</i>		
Долгосрочная задолженность	992	2500
Балансовая стоимость/Кол-во акций	27	-31

Источник: Cass Business School: M&A Course Materials

1.3.5. Защита Пэк-Мэн

Защита Пэк-Мэн (Pac-Man defense) является одной из наиболее ярких защитных мер. При использовании подобной защиты компания-цель делает предложение купить компанию-покупателя в ответ на его заявку купить цель. Данной защитой часто грозят, но очень редко используют.

Таблица 2. Противозахватные положения 1500 компаний, отслеживаемых Центром исследований ответственности перед инвесторами⁶

Положение	1990	1993	1995
Требование предварительного уведомления	Нет данных	Нет данных	657
Противодействие гринмейлу	84	93	90
Подготовленные к выпуску привилегированные акции	Нет данных	Нет данных	1275
Классифицированный совет директоров	850	862	895
Тайное голосование	48	139	176
Учет нефинансовых аспектов слияния	96	111	108
Кумулятивное голосование	263	233	216
Два класса акций	112	122	124
Отказ от кумулятивного голосования	131	150	156
Справедливая цена	475	492	487
«Золотые парашюты»	Нет данных	Нет данных	799
Ограничение права созывать специальное собрание	355	424	466
Ограничение действия путем письменного согласия	352	416	467
«Ядовитая пилюля»	759	795	799
Одобрение слияния голосованием сверхбольшинства	252	269	267
Неравные избирательные права	34	31	30

Источник: Патрик Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса

1.3.6. Инструменты активной обороны

Гринмейл (Greenmail)

Гринмейл означает выплату значительной премии за крупный пакет акций в обмен на согласие акционера не выдвигать заявку на приобретение контроля над компанией. По сути, подобная операция является разновидно-

⁶ Патрик Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.-245с.

стью целевого обратного выкупа акций. Выплата гринмейла затрагивает вопрос этики и на данный момент практически не используется.

«Белый рыцарь»

Компания-цель для предотвращения нежелательного поглощения может обратиться к другой компании («белый рыцарь»), которая будет для нее более приемлемым покупателем. В случае достижения договоренности, «белый рыцарь» делает предложение на приобретение части или всей компании-цели. Альтернативный покупатель может пообещать руководителям компании-цели не проводить продажу ее активов и часто гарантирует сохранение занимаемых должностей руководителям.

«Белый сквайр»

«Белым сквайром» называется компания, согласившаяся купить большой пакет акций целевой компании. Для этого используют конвертируемые привилегированные акции, что позволяет гарантировать концентрацию определенного количества голосующих акций у дружественной стороны.

Таким образом, за последнее десятилетие было разработано множество технологий защиты от поглощений, которые можно разделить на две группы: превентивные и активные меры. Правило делового суждения позволяет использовать различные виды защиты от поглощений, если они работают в пользу продвижения процесса торгов и способствуют увеличению богатства акционеров.

Глава 2. Организация сделок слияний и поглощений

2.1. Тактика слияний и поглощений

В данной части будет уделено внимание действиям, направленным на враждебное поглощение. Развитие разнообразных защитных мер требует все более сложных тактик поглощения от компании-покупателя. Враждебные поглощения на сегодняшний день являются достаточно действенным инструментом для получения корпоративного контроля, и последним примером подобного рода может служить враждебное поглощение Oracle компании PeopleSoft.

2.1.1. Создание первичной позиции

Первым шагом при начале процесса враждебного поглощения является создание первоначальной позиции. Процесс первичного накопления акций происходит до момента официального раскрытия информации о возможных намерениях по поглощению и позволяет снизить среднюю стоимость поглощения, так как покупатель не выплачивает премию. Кроме того, при наличии пакета акций рейдер получает те же общие права, что и акционеры компании-цели. Однако, интерес тот факт, что, несмотря на экономические, выгоды большинство покупателей не используют подобное накопление акций.

Кроме формирования начальной позиции, покупатель может попытаться неофициально связаться с руководством компании-цели. Неформальный подход позволяет узнать настроение и отношение руководства компании-цели к возможному поглощению. Однако подобный шаг заставляет покупателя раскрыть свои позиции и, как правило, руководители получают от юристов совет всегда заявлять о намерении оставаться независимыми.

Существует возможность перед объявлением тендерного предложения оказать давление на менеджмент компании-цели – это так называемые «медвежьи объятия». Покупатель устанавливает контакт с советом директоров и заявляет о намерении обратиться с прямым тендерным предложением к акционерам компании. Подобный шаг заставляет совет директоров компании-цели занять официальную позицию по возможному поглощению. Не только вероятность тендерного предложения, но и необходимость внимательного рассмотрения предложения с целью выполнить обязательства перед акционерами, оказывает воздействие на совет директоров компании-цели. Типичной реакцией на новость о «медвежьем объятии» становится аккумуляция акций арбитражерами акций компании-цели.

Возможная реакция совета директоров компании-цели – получение от инвестиционного банка заключения о справедливости (адекватности) полученного предложения. Это позволяет совету директоров законно отклонить предложение, так как имеются доказательства поведения руководства компании-цели в интересах акционеров.

2.1.2. Тендерные предложения

Тендерным предложением является намерение о получении контроля над компанией, вслед за которым следует быстрое аккумуляция ее акций. Компании обычно используют тендерное предложение в случаях, когда дружественное поглощение является невозможным. Подобный инструмент позволяет обойти неблагоприятно настроенный менеджмент компании-цели, однако является достаточно дорогостоящей альтернативой. Объявление тендерного предложения инициирует аукционный процесс и увеличивает доходность, получаемую акционерами компании-цели.

Тендерные предложения являются затратными мероприятиями и требуют формирования команды тендерного предложения. Команда включает в

себя инвестиционный банк, оказывающий услуги по финансированию и сопровождению сделки, юридических консультантов, информационного агента и банк-депозитарий. Компания, инициирующая тендерное предложение, может выступить с предложением о покупке акций компании-цели полностью за деньги или предложить использование ценных бумаг как частичную или полную компенсацию. Ценные бумаги могут быть более привлекательным способом оплаты, так как несут значительные налоговые льготы.

Кроме классического тендерного предложения существует двухъярусное тендерное предложение или тендерное предложение с нагрузкой первой части (front-end loaded). Структура предложения сделана таким образом, чтобы предложить большую компенсацию за покупку на первом этапе и оказать давление на акционеров, которые опасаются оказаться участниками второго яруса и получить меньшую компенсацию. Компенсация в два яруса может быть разбита на предложение полностью оплатить 51% компании-цели деньгами по более высокой цене для первого яруса и предложение более низкой цены с неденежной компенсацией, например облигациями, для второго яруса.

В случае тендера агрессивный покупатель имеет две сильные альтернативы: полностью оплачивать денежными средствами все акции, предъявленные к продаже или использовать двухъярусное предложение. Однако, развитие сегмента бросовых облигаций сделало первый вариант более широко используемым за счет получение доступа к финансовым ресурсам. Покупатели, не имеющие доступа к рынку капиталов, используют двухъярусные предложения.

В случае если на первом ярусе предлагается больше акций, чем требуется, используется пропорциональный подход и акционеры получают смешанную цену:

$$P_B = \alpha P_f + (1 - \alpha) P_b,$$

где:

P_B – смешанная цена предложения;

P_f – цена тендерного предложения для первого яруса;

P_b – цена тендерного предложения для второго яруса;

α – доля акций, купленных в первом ярусе.

Премия рассчитывается как $[(P_B/P_p) - 1] * 100$, где P_p – рыночная цена до предложения.

При тендерном предложении покупатель должен ответить на вопрос делать ли предложение на все акции компании-цели или организовать предложение так, чтобы получить лишь определенный процент акций, достаточный для получения контроля. Считается, что предложение на все акции является более эффективной тактикой поглощения и более сложной для сопротивления. При частичном предложении акционеры несут риск неполучения полной премии за все свои акции, которые они пожелают предложить на тендер.

Кроме упомянутых выше форм тендерного предложения возможна и трехступенчатая сделка по выкупу акций, которую иногда называют тройственным истцом (three-piece suitor). На первом этапе происходит первоначальное приобретение покупателем акций, за которым следует тендерное предложение второго уровня. После того, как контроль установлен, происходит «устранение» миноритарных акционеров на третьем этапе.

2.1.3. Покупки на открытом рынке

Покупка акций может стать эффективной альтернативой тендерному предложению. Скупка акций, как правило, осуществляется инвестиционным

банком, который обеспечивает финансирование и находит крупные пакеты акций для покупки.

Кроме этого покупатель может воспользоваться тактикой «подметания улиц» (street sweeps). Впервые эта тактика была использована в 1985 г. компанией Hanson Trust PLC. Hanson Trust отозвала свое тендерное предложение акционерам SCM Corporation и немедленно купила у арбитражеров 25% акций SCM. Для выявления арбитражеров и осуществления переговоров о покупке подобных пакетов привлекается инвестиционный банк. Результатом подобной тактики является аккумуляция крупного пакета через небольшое количество сделок.

Несмотря на явные преимущества покупки на отрывом рынке, тендерные предложения обладают определенными положительными особенностями. При тендерных предложениях покупатель не обязан приобретать выставленные на тендер акции, если выставлено недостаточное количество акций, в то время как при покупках на открытом рынке существует риск аккумуляции лишь миноритарный пакет.

2.1.4. Борьба за доверенности

Битва за доверенности (proxy fight) представляет собой попытку со стороны отдельного акционера или группы акционеров получить контроль или произвести изменения в компании через использование механизма корпоративного голосования с помощью доверенностей⁷. Подобный подход является скорее политическим инструментом, где происходит соревнование за голоса акционеров. На данный момент битва за доверенности играет важную роль в процессе борьбы за корпоративный контроль.

Существует две основные формы состязания за доверенности:

⁷ Патрик Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.-332с.

- Состязание за места в совете директоров. Целью ставится смещение старого совета директоров и выбор нового, лояльного к покупателю. Контроль над советом директоров позволяет также инициировать смену менеджмента компании-цели.
- Состязание по управленческим предложениям. Подобными предложениями могут выступать одобрение слияния или поглощения, а также внесение поправок в устав компании-цели для изменения или отмены защитных поправок.

Процесс битвы за доверенности можно условно разделить на три этапа. На первом этапе покупатель при наличии определенного пакета акций может получить возможность потребовать внеочередного собрания акционеров или в случае недостаточности голосов попытаться внести изменения на очередном собрании акционеров. На втором этапе осуществляется процесс сбора доверенностей. На данном этапе ключевую роль играет коммуникационная составляющая, так как покупатель связывается с акционерами и пытается заручиться их поддержкой. В зарубежной практике часто привлекаются компании по сбору доверенностей (*proxy solicitor*), которые могут иметь собственные списки акционеров. На третьем этапе происходит голосование.

Битвы за доверенности являются менее дорогостоящей альтернативой тендерным предложениям. Основными статьями затрат являются гонорары специалистам (инвестиционный банк, юристы), а также почтовые, печатные и коммуникационные издержки.

Таким образом, были рассмотрены основные инструменты враждебного поглощения. «Медвежье объятие» позволяет оказать давление непосредственно на руководство компании-цели и получить представление об отношении руководства к предложению о слиянии или поглощении. В случае отрицательного ответа компания-покупатель делает тендерное предложение. Раз-

витие рынков капиталов их возросшая глубина позволяет осуществлять все более масштабные враждебные поглощения. Высокие котировки и значения коэффициента P/E делает тендерное предложение эффективным инструментом. Исследования влияния битв за доверенности на богатство акционеров показывают, что они имеют тенденцию ассоциироваться с ростом стоимости акционерного капитала. Возможным объяснением может быть связано с поглощением компании или сменой ее руководства.

2.2. Способы финансирования слияний и поглощений

Вопрос финансирования является важным не только с позиции акционеров компаний покупателя или продавца, но и кредитора. В целом, можно выделить класс крупных сделок, где вопрос структуры финансирования это оптимальная комбинация денежной составляющей и обмена акций. В этом случае необходимо остановиться на анализе добавочной акционерной стоимости, которая зависит от способности покупателя реализовать потенциальную синергию сделки.

При решении о способе финансирования сделки слияния не всегда удастся ограничиться лишь внутренними ресурсами компании-покупателя (нераспределенная прибыль и акционерный капитал) и возникает необходимость привлекать заемные средства. К подобным сделкам можно отнести выкупы с высокой долей заемных средств (LBOs, Leveraged Buy-Outs), выкупы компании командой менеджеров (MBOs, Management Buy-Outs) и выкупы работниками предприятия (EBOs, Employees Buy-Outs). В подобных сделках на первый план выходит работа с крупными финансовыми институтами и комбинацией старший/младший/необеспеченный долг.

2.2.1. Финансирование с использованием внутренних ресурсов

Главным отличием сделок, финансируемых только акциями или только денежными средствами, является вопрос распределения риска реализации ожидаемой синергии. Покупатель выплачивает премию при покупке компании, которая является функцией будущей возможной синергии объединенных компаний. Однако не всегда удается полностью или даже частично реализовать синергию, вследствие чего покупатель берет на себя риск, выплачивая премию продавцу.

В случае финансирования сделки собственными акциями покупателя происходит распределение риска синергии между покупателем и продавцом в пропорции, в которой они владеют объединенной компанией.

Влияние решения о выборе способа финансирования сделки нагляднее проиллюстрировать на примере. Допустим, компания А (покупатель) приняла решение о покупке компании Б (продавец). Финансовое положение участников сделки представлено в таблице 3.

Таблица 3. Основные рыночные показатели участников сделки

	Количество акций в свободном обращении	Рыночная цена одной акции	Рыночная капитализация
Покупатель	50 млн. акций	100 долл.	5 млрд. долл.
Продавец	40 млн. акций	70 долл.	2.8 млрд. долл.

Источник: Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions

Менеджеры компании-покупателя оценивают потенциальную синергию от объединения компаний в 1.7 млрд. долл. и делают предложение акционерам компании-продавца о покупке каждой акции за 100 долл. Таким образом, стоимость сделки составляет 4 млрд. долл., а премия – 1.2 млрд. долл.

Эффективность сделки для акционеров компании-покупателя можно оценить, рассчитав добавочную акционерную стоимость. Добавочная стои-

мость для акционеров складывается из разницы между ожидаемой синергией и уплаченной премией. В случае финансирования сделки полностью денежными средствами добавочная стоимость составит 500 млн. долл. Если покупатель делает предложение, состоящее из комбинации денежных средств и собственных акций, добавочная стоимость для акционеров компании-покупателя снижается. Степень снижения зависит от доли собственных акций в цене сделки. Предположим, что компания-покупатель предложила обменять каждую собственную акцию на одну акцию компании-продавца. Стоимость сделки не изменяется, однако происходит перераспределение добавочной акционерной стоимости в связи с изменением доли собственности в объединенной компании. Компании-покупателю принадлежит лишь 55.5% и доля ожидаемой добавочной стоимости составит 277.5 млн. долл. (55.5% от 500 млн. долл.).

Таким образом, обмен акциями позволяет продавцу получить часть будущих выгод от реализации синергии. В тоже время, акционеры компании-покупателя при подобной структуре принимают на себя риск участия в убытках, связанных с невозможностью добиться запланированных выгод объединения компаний. Допустим, компания-покупатель согласилась на обмен акциями и планируемая выгода от слияния в 1.7 млрд. долл. не была реализована. В сделке, оплаченной полностью денежными средствами, акционеры покупателя полностью берут на себя убытки в результате уплаченной премии в размере 1.2 млрд. долл. В случае обмена акций убытки распределяются пропорционально доли собственности – 55.5% убытков.

Возможность влиять на профиль риска позволяет акционерам компании-покупателя не только принимать решение о способе финансирования денежными средствами или акциями, но также структурировать предложение об обмене акциями.

Фиксированное количество акций

При подобном предложении об обмене количество акций не меняется, однако стоимость сделки может значительно колебаться в периоде между датой объявления о сделке слияния и датой закрытия сделки. Стоимость сделки зависит от цены акций покупателя в момент завершения транзакции. Особенностью подобной структуры является возможность зафиксировать структуру собственности в объединенной компании. Однако акционеры несут риск отрицательной динамики акций покупателя после объявления о будущем слиянии.

Фиксированная стоимость сделки

Другой альтернативой может служить предложение о выпуске компанией-покупателем дополнительных акций определенной стоимости. В этом случае фиксируется стоимость сделки, а количество выпускаемых акций зависит от цены акций покупателя на момент закрытия сделки. Подобная структура является более рискованной для покупателя, так как делает неопределенным доли собственности в объединенной компании. При резком снижении котировок акций компании-покупателя после объявления о предстоящем слиянии происходит размывание доли собственности покупателя.

Таким образом, на решение о структуре финансирования сделки оказывает влияние три фактора: оценка рынком акций компании-покупателя, риск нереализованной синергии и вероятность снижения акций покупателя перед закрытием сделки.

Оценка акций покупателя. Если покупатель уверен, что акции его компании недооценены рынком, тогда не следует выпускать новые акции для финансирования сделки. Решение о выпуске негативно отразится на текущем благосостоянии акционеров. Исследования показывают, что решение о выпуске новых акций для финансирования слияния или поглощения восприни-

маются рынком как сигнал менеджментом компании о том, что акции компании переоценены. В такой ситуации существуют причины ожидать снижение котировок акций покупателя.

Как правило, компании, использующие собственные акции для финансирования сделок, устанавливают стоимость нового выпуска акций исходя из текущей динамики своих акций, а не будущей оценки стоимости с учетом возможной будущей синергии. Это приводит к тому, что покупатель платит слишком высокую цену за объект поглощения.

Риск синергии. Выбор между финансированием денежными средствами или акциями позволяет получить оценку покупателем риска нереализации синергетического эффекта. Если покупатель уверен в потенциале сделки по слиянию, то он примет решение профинансировать сделки полностью денежными средствами. Это позволит акционерам компании-покупателя полностью получить экономические выгоды от синергии объединения. В случае неуверенности менеджеров компании-покупателя реализовать эффект синергии в полном объеме, у них возникает мотивация застраховать частично риск синергии предложением об обмене акциями. Это приводит к размытию стоимости, но одновременно ограничивает участие в убытках.

Последние исследования подтверждают тот факт, что рынок более благосклонно реагирует на сделки о слияниях и поглощениях, финансируемых денежными средствами. Предложения об обмене акциями дает рынку два очень важных сигнала: акции компании-покупателя переоценены и его менеджмент не полностью уверен в экономической целесообразности планируемого поглощения.

Рыночный риск. Рыночный риск возникает при закрытии сделки, профинансированной акциями. В зависимости от степени волатильности акций

компании-покупателя в момент закрытия сделки будет зависеть структура обмена акциями. Если рыночный риск в момент закрытия сделки оценивается как невысокий, тогда можно структурировать сделку как выпуск фиксированного количества акций. Подобная ситуация, как правило, возникает, если покупатель и продавец относятся к одной и той же отрасли или они сильно коррелированы. Выбор в сторону сделки с фиксированной стоимостью позволяет компании-покупателю заверить рынок в уверенности в том, что ее акции не переоценены.

Несмотря на то, что практика финансирования сделок акциями достаточно распространена, исследования указывают на тот факт, что в случае 2/3 всех объявленных сделках о слияниях и поглощениях происходит практически мгновенное снижение котировок акций покупателей. Возможными объяснениями подобной закономерности может быть излишняя оптимистичность менеджмента в вопросе роста операционной эффективности после завершения объединения компаний. Исследования указывают, что текущая операционная эффективность эмитента формирует лишь 20-40% рыночной стоимости акции. Все остальное зависит от оценок рынком будущих улучшений в эффективности хозяйственной деятельности. Таким образом, премия в 30-40% при слиянии или поглощении требует еще более значительных улучшений, что зачастую не является достижимым.

2.2.2. Финансирование с использованием заемных средств

Структурирование финансирования сделки по слиянию или поглощению – это комплекс мероприятий по организации и управлению программы заимствований. Фактором успеха в структурировании финансирования является распределение доходов и активов приобретаемой компании между кредиторами таким образом, чтобы добиться:

- максимизации суммы займа у старших кредиторов, по которым должник выплачивает самые низкие проценты;

- сохранения денежных потоков на уровне, достаточном для поддержания субординированного или промежуточного долга;
- обеспечения адекватного уровня оборотного капитала.

В случае несложной сделки обычно бывает достаточно одного кредитора, однако крупные сделки требуют привлечения кредиторов нескольких классов. С увеличением объема финансирования происходит наслаивание различных видов долга; более подробная классификация видов долговых обязательств представлена в таблице 4.

Таблица 4. Виды долговых обязательств

Уровень долгового обязательства	Обеспечение	Источник
Старший возобновляемый долг	Первое право удержания оборотных средств, первое или второе право удержания основных средств или нематериальных активов	Коммерческие банки
Старший срочный долг	Первое право удержания основных средств, первое или второе право удержания оборотных средств или нематериальных активов	Коммерческие банки, страховые компании
Старший субординированный долг (промежуточный долг)	Обеспечение отсутствует или вторичное право удержания активов, являющихся обеспечением старшего долга	Инвестиционные банки (высокодоходные облигации)
Привилегированные или обыкновенные акции	Нет	Любая третья сторона, как правило, фонд, специализирующийся на инвестициях в LBO
Варранты или опционы	Нет	Любая сторона сделки

Источник: Donald DePamphilis. Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions.

Общемировой практикой является привлечение старшего кредитора на самом раннем этапе структурирования сделки, так как ссуда старшего кредитора обычно представляет самую большую часть средств, привлекаемых для сделки. Как правило, старший долг состоит из срочного кредита и возобновляемого кредита. Срочный кредит используется для финансирования непо-

средственно приобретения, а возобновляемый кредит – для поддержания уровня оборотных средств.

Источником старшего кредита обычно выступает коммерческий банк, что налагает на данный вид финансирования определенные особенности и ограничения. Старший долг все чаще предоставляется в форме кредита до востребования, что позволяет банкам отзывать кредит в любое время, требовать направления всех доходов на погашение кредита, вводить большое количество защитных оговорок.

Защитные оговорки обычно относятся к генерированию денежных потоков и процессу распределения денежных средств. Кредитор стремится получить контроль над процессом обслуживания текущих и будущих обязательств, поэтому банк требует от заемщика поддерживать на определенном уровне следующие показатели:

- коэффициент покрытия процента;
- соотношение заемных и собственных средств;
- коэффициент текущей ликвидности.

Обязательным пунктом кредитного договора выступает негативное обязательство – обязательство заемщика не передавать третьей стороне в залог активы, на которые банк может наложить взыскание. Это необходимо для того, чтобы не допустить возможность удержания активов младшими кредиторами при наличии старшего права удержания.

В международной практике имеет место обратная схема погашения платежей по кредитам на LBO. Банки меняют порядок платежей по кредитам с тем, чтобы обеспечить приток денежных средств и максимально быстрое погашение кредитов. При обычном кредитовании при внесении досрочно должником очередного платежа, последний получает своего рода отсрочку. В

случае кредитования LBO, досрочные платежи погашают последние по схеме погашения обязательства и не освобождают от выплат текущих платежей.

Другим источником старшего долга являются страховые компании. Финансирование предоставляется через частное размещение в виде обеспеченных или необеспеченных займов с фиксированной процентной ставкой сроком до 15 лет. Заем полностью или частично предоставляется в форме старшего долга, остаток является субординированным и ссужается под более высокий процент. Однако страховые компании работают в достаточно регулируемой атмосфере, поэтому для принятия решения о финансировании им требуется больше времени в сравнении с коммерческими банками.

Немаловажную роль в финансировании сделки по слиянию или поглощению играют инвестиционные банки. Андеррайтеры способны предоставить промежуточное финансирование сделки в обмен на право последующего замещения данного финансирования выпуском высокодоходных облигаций.

Структурирование долгового финансирования

Оптимальное структурирование финансирования сделки возможно достичь лишь при правильной организации взаимоотношений между кредиторами, что позволяет разрешить юридические и деловые разногласия. Главными пунктами разногласий выступают положение о субординировании и вопросы прав на обеспечение.

При ведении переговоров с кредиторами главным фактором успеха становится полная идентификация приоритетов и активов, которые получит каждый кредитор. Деловая практика к сегодняшнему дню определила ряд правил, которым следуют участники сделки. Так, кредитор, предоставляющий возобновляемый кредит, получает первое право удержания оборотных акти-

вов; срочные кредитор – право на удержание основных средств. Однако положения о субординировании требуют достаточно длительных переговоров и дипломатии в нахождении компромиссов.

Положение о субординировании – это пункты кредитного соглашения, в которых определяются, какие кредиторы получают выплаты первыми в случае неспособности заемщика выполнить свои обязательства. Субординированный кредитор (младший кредитор) получает выплаты после того кредитора (старшего кредитора), по отношению к которому он является субординированным. Положение о субординировании определяет следующие отношения между кредиторами:

- В случае неплатежеспособности или банкротстве заемщика, сначала происходит полное погашение требований старшего кредитора, лишь после этого выплаты производятся младшему кредитору;
- Погашение младшего долга приостанавливается в случае неисполнения обязательств по старшему долгу.

Таблица 5. Виды субординирования

Реальное субординирование	
Основные платежи по младшему долгу	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Основные платежи по младшему долгу не производятся до полного погашения старшего долга ➤ Запрет на досрочные платежи по младшему долгу ➤ Возможность досрочного погашения младшего долга за счет поступлений от размещения акций или выпуска другого младшего долга
Приоритет рефинансирования старшего долга	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Младший кредитор остается младшим кредитором при рефинансировании или замещении долга
Процедурное субординирование	
Блокирующие положения	Пункты соглашения, которые лишают заемщика возможности производить выплаты младшим кредиторам при определенных обстоятельствах.
Приостанавливающие положения	<p>Пункты соглашения, которые ограничивают права младшего кредитора на принудительные действия в случае неисполнения обязательств по младшему кредиту.</p> <p>Подобные положения играют важную роль в ситуации, когда оба кредитора в обеспечение получили одни и те же активы. В этом случае, как правило, младший кредитор не имеет право предъя-</p>

	<p>вить претензии на обеспечение до тех пор, пока не произойдет одно из следующих событий:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. не истечет фиксированный период времени 2. старший кредитор не потребует досрочного погашения долга 3. долг старшему кредитору не будет полностью выплачен
--	--

Источник: Donald DePamphilis. Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions.

При ведении переговоров о структуре финансирования происходит процесс нахождения компромисса, при котором права старшего и младшего кредитора максимально представлены. Старший кредитор стремится получить максимальную уверенность в том, что его приоритет будет реализован на практике. Младший кредитор, со своей стороны, хочет сократить время, в течение которого он выключен из процесса урегулирования финансовых сложностей заемщика.

2.3. Структурирование сделок слияний и поглощений

Структурирование является одним из самых важных вопросов любой сделки по слиянию. Под структурированием понимается процесс придания формы слиянию и поглощению. Выбор наиболее приемлемой структуры сделки, позволяющей учесть интересы, как покупателя, так и продавца является критическим моментом при ведении переговоров о цене интеграции компаний. В данной главе будут рассмотрены наиболее важные вопросы налогообложения и бухгалтерского учета, оказывающие влияние на участников сделки.

При поглощении обычно используются один из следующих способов:

1. покупка активов компании;
2. покупка акций компании, владеющей целевыми активами;
3. слияние покупателя с поглощаемой компанией.

При покупке активов приобретаемая компания переводит покупателю активы, которые являются объектом продажи. Во многих случаях покупка активов позволяет приобрести покупателю не весь бизнес, а ключевые активы, позволяющие получить конкурентное преимущество. Подобная структура сделки позволяет, во-первых, принять только четко оговоренные обязательства, сопряженные с активом. Во-вторых, высокая стоимость актива позволяет компании получить налоговые льготы, так как на балансе актив будет отражен по цене приобретения и будущие амортизационные начисления снизят налогооблагаемую базу. Однако, подобные сделки достаточно трудоемки и требуют значительных временных затрат, поэтому покупка активов может быть использована для покупки небольшого количества объектов.

При покупке акций компании, подлежащей продаже, компания-цель передает покупателю право собственности на свои акции в обмен на согласованный платеж. Для акционеров компании-цели данная форма сделки наиболее приемлема, поскольку при продаже акций происходит переход всех обязательств продаваемой компании.

При слияниях происходит юридическое поглощение одной компании другой. Результатом сделки становится принятие покупателем на свой баланс всех активов и обязательств поглощенной компании. Для проведения сделки по слиянию необходимо согласие совета директоров каждой компании и простого большинства акционеров.

При обратном слиянии (reverse merger) покупатель поглощается приобретенной компанией. Акционеры покупателя получают акции приобретенной компании с выплатой ее акционерам оговоренной компенсации. При форвардном слиянии (forward merger) покупатель поглощает приобретенную компанию. В результате сделки компания-покупатель принимает на себя все активы и обязательства данной компании. Дочернее слияние (subsidiary

merger) начинается с создания покупателем специальной дочерней компании, которая впоследствии сливается с приобретенной компанией.

Преимуществом слияния является простота сделки, а также удобным инструментом для финансирования приобретения. Кредитор выдает ссуду компании-покупателю под залог активов компании-цели. Сама ссуда используется для выплаты компенсации акционерам приобретаемой компании. В некоторых случаях приобретение акций комбинируется со слиянием. Происходит аккумулятивное приобретение определенного количества акций, как правило, контрольный пакет, который используется при голосовании за проведение слияния. В случае дочернего слияния происходит экономия времени для покупателя, так как обычно для оформления сделки требуется лишь согласие его совета директоров.

2.3.1. Налоговое планирование

Цель покупателя состоит в том, чтобы достичь минимальной приведенной стоимости своих будущих налоговых обязательств, появляющихся в результате сделки по слиянию и поглощению. Процесс переговоров требует также учета интересов покупателя, стремящегося минимизировать налоги, уплачиваемые в момент сделки.

Основное различие между поглощением активов (asset acquisition) и приобретением акций (stock acquisition) заключается в том, что покупатель имеет различную налоговую базу в каждой из сделок. При покупке активов налоговой базой выступает стоимость актива, определяемая затратным методом (по остаточной стоимости). В случае покупки акций, не происходит никаких изменений в структуре учета активов и пассивов приобретенной компании. Это называется переходящей базой, так как база активов поглощаемой компании переходит при смене собственности на ее акции.

Как правило, для покупателя сделки с затратной налоговой базой являются более интересными. Это позволяет покупателю отражать актив по цене приобретения, которая выше остаточной стоимости актива, отражаемая в учете компании-продавца. Более высокая налоговая база позволит в будущем сэкономить на налогах за счет более высоких амортизационных отчислений.

При классическом безналоговом поглощении происходит эквивалентный обмен акций одной компании на акции другой. При подобной сделке контрагенты не получают ни прибыли ни убытков, поэтому отсутствует налогооблагаемая база. Обязательства по налогам возникают лишь в момент реализации полученных акций. Кроме того, обмен акциями не требует от покупателя привлечения долгового финансирования. Основные структуры безналоговых сделок приведены в приложении 2.

Рисунок 4. Пример безналоговой реорганизации⁸



Источник: Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу. Искусство слияний и поглощений.

Большинство сделок по слиянию и поглощению финансируются заемными средствами, поэтому важно при структурировании сделки учитывать возможные налоговые последствия при последующей полной или частичной ликвидации приобретаемой компании.

⁸ Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу. Искусство слияний и поглощений.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.-276, 277с.

Данная ситуация может быть продемонстрирована на следующем примере. Компания 1, выступающая покупателем, намеревается приобрести на заемные средства за 100 у.е. компанию Т, которой владеет Компания 2. Компания 2 владеет двумя филиалами: Т1 и Т2. Средства на покупку компании Т в основном состоят из заемных средств. Первоначальная стоимость приобретения акций Т для ее акционера Компании 2 составляла 20 у.е. Компания 1 планирует переуступить филиал Т2 третьей стороне сразу после закрытия сделки по приобретению с целью погашения задолженности. Несмотря на то, что оба филиала имеют приблизительно одинаковую стоимость, Компания 1 планирует реализовать второй филиал за 60 у.е.

Рисунок 5. Основные рыночные показатели участников сделки



Если Компания 1 приобретает компанию Т как актив за 100 у.е., то при последующей реализации филиала Т2, например за 50 у.е., не возникает налогооблагаемой прибыли. Однако, в случае приобретения акций Компании Т у ее акционера, покупатель сталкивается с тем, что при реализации активов возникает налогооблагаемая прибыль в виде разницы между ценой реализации и остаточной стоимостью, по которой он отражается в учете компании Т. В данном примере в случае, если Компания 1 приобретает акции Компании Т, то на балансе приобретенной компании стоимость филиалов – 20 у.е. Таким образом, при реализации филиала Т2 за 60 у.е. компания-владелец сталкивается с налогооблагаемой прибылью равной 50 у.е. $(60-20/2)$.

Не следует также забывать тот факт, что для юридических лиц (ОАО, ЗАО, ООО, ОДО) имеет место быть двойное налогообложение: сначала на уровне доходов компании, далее при распределении прибыли между акционерами. Поэтому необходимо таким образом структурировать сделку, чтобы акционеры приобретенной цели при получении вознаграждения не платили налоги дважды.

2.3.2. Вопросы бухгалтерского учета

Существует два общепринятых метода бухгалтерского учета операций по слиянию и поглощению: метод покупки (purchase method) и метод объединения интересов (pooling of interest method). Метод покупки рассматривает сделки, в которых происходит поглощение одной компании другой. Цена приобретения и издержки при поглощении относятся на все приобретаемые активы и переходящие пассивы, основываясь на их справедливой рыночной стоимости. Если цена приобретения выше справедливой рыночной стоимости чистых активов приобретаемой компании, то дельта превышения относится на статью goodwill.

Метод объединения интересов рассматривает сделки как объединение собственности путем обмена голосующих акций. Активы и пассивы каждой компании учитываются по их предыдущей учетной стоимости, результаты текущей деятельности обеих компаний суммируются за все периоды, предшествующие дате завершения сделки.

Таблица 6. Сравнительная характеристика методов покупки и объединения интересов

<i>Преимущества</i>	<i>Недостатки</i>
Метод покупки	
Активы и пассивы отражаются по справедливой стоимости, а не по первоначальной (исторической) стоимости. Таким образом, отчетность приобретает больше рыночных качеств, что бывает важным при получении заемных средств.	Учетная прибыль снижается за счет дополнительной амортизации активов и goodwill ⁹ .
Не требуется пересмотра финансовой отчетности за предыдущие периоды.	Неопределенность при определении цены и стоимости сделки по слиянию и поглощению.
	Отчетность не является сопоставимой, так как не происходит ее пересмотр в результате слияния за предыдущие периоды.
Метод объединения интересов	
Улучшение финансовых результатов, следующих за моментом совершения сделки. Не происходит начисления на goodwill, не отражаются прочие расходы, связанные с превышением цены покупки над балансовой стоимостью.	Активы приобретаемой компании отражаются по балансовой стоимости, не происходит их переоценка по справедливой рыночной стоимости.
Отсутствуют сложности формирования цены или проведения оценки.	Необходимо пересматривать анализ тренда роста прибыли, так как вследствие слияния могут возникнуть факторы, оказывающие влияние на способность объединенной компании достигать ожидаемых результатов.
Финансовая отчетность пересматривается, как если бы компании были единым юридическим лицом. Это позволяет достичь сравнимости отчетности за прошлые периоды.	Отчетность приобретаемой компании может быть неаудированной, а проведение аудита может быть невозможным или дорогостоящим. В результате невозможен пересмотр финансовых отчетов.

Источник: Кеннет Феррис, Барбара Пешеро Пети. Оценка стоимости компании. Как избежать ошибок при приобретении.

Данные методы учета операций по слиянию и поглощению не являются альтернативой и являются следствием того, как структурирована сама сделка.

⁹ По GAAP амортизация на репутацию фирмы не начисляется, по состоянию на 2004 г. МСФО позволяло начислять амортизацию по данной статье.

Глава 3. Оценка эффективности слияний и поглощений

3.1. Особенность синергетических выгод

Комбинирование бизнеса позволяет добиваться существенных выгод для акционеров. Подобный эффект носит название синергия. Термин относится к такому типу взаимодействий, когда два фактора дают вместе больший эффект, чем сумма двух независимых составляющих. В слияниях под термином синергия понимается способность объединенной компании быть более прибыльной, нежели в случае их независимого функционирования.

Синергия представляет собой увеличение эффективности деятельности объединенной фирмы сверх того, что две фирмы уже могут или должны выполнять как независимые. Когда покупатели могут достичь результатов деятельности, которые уже ожидаются от цели, чистая текущая стоимость (net present value, NPV) стратегии поглощения отчетливо представляется формулой:

$$NPV = \text{синергия} - \text{премия}$$

На управленческом языке синергия означает конкурировать лучше, чем кто-либо мог ожидать. Это означает увеличение конкурентного преимущества сверх того, которое необходимо фирмам, чтобы выжить на своих конкурентных рынках¹⁰.

Существование синергии при объединении компаний позволяет объяснить факт уплаты премий при сделках по слияниям и поглощениям. Синергия может обеспечить положительную стоимость поглощения (net acquisition value, NAV):

¹⁰ Mark L. Sirower, *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game.* -New York: The Free Press, 2000. Pp. 20,29.

$$NAV=(V_{AB} - [V_A + V_B]) - (P+E)^{11},$$

где:

V_{AB} – стоимость объединенной компании;

V_A, V_B – рыночная стоимость компаний А и В соответственно;

P – премия, выплаченная за покупку компании В;

E – издержки процесса поглощения.

Таким образом, эффект синергии ($V_{AB} - [V_A + V_B]$) позволяет окупить сделку по слиянию и поглощению. Особенность синергии в том, что это эффект объединения сверх ожидаемого рынком и вероятность его достижения не всегда известна. По этой причине, чем выше уплаченная премия, тем ниже потенциальные выгоды покупателя. Покупатель должен всегда помнить, что, передавая первоначальные синергетические выгоды продавцу в виде премии, они остаются с задачей достижения синергетических эффектов, что нередко оказывается наиболее сложной задачей.

Наглядное представление синергии дает модель профессора Кингстонского университета Робина Мэтьюза¹². Согласно модели, синергия возникает за счет двух основных источников – субаддитивности и супераддитивности. Субаддитивность позволяет объединенной компании снизить совокупные затраты на капитал, устранить дублирующий персонал и т.д. при сохранении существующих объемов продаж. Супераддитивность характеризуется увеличением прибылей в результате объединения усилий компаний для реализации проектов, которые невозможно было реализовать по отдельности.

$$S_{sum}=S_{super} + S_{sub}$$

С другой стороны, синергию можно представить как сумму синергии, возникающей за счет повышение стоимости каждой из объединяемых компа-

¹¹ Патрик Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.-153, 154с.

¹² R. Matthews. Mergers, Complexity and Games: SEAG Annual Conference. Kingston University Business School, 2000.

ний в составе интегрированной компании S_1 и S_2 (синергия расширения), и синергии S_{12} и S_{21} , возникающей за счет реализации проектов, невозможных для интегрирующихся компаний по отдельности (синергия связанности).

Синергия расширения включает в себя синергии, полученные в результате субаддитивности и супераддитивности. Подобная синергия является результатом того, что компании получают доступ к ресурсам друг друга. Синергия связанности включает в себя только синергию, возникающую за счет супераддитивности, и находит свое отражение в появлении нового уникального ресурса у объединенной компании.

Рисунок 6. Структура синергии¹³



Источник: Слияния и поглощения: алгоритм успеха.

Для того чтобы понять, как воздействует синергия на объединение компаний, необходимо выделить ключевые факторы эффекта:

- Операционная синергия – достигается за счет увеличения доходов и снижения затрат;
- Финансовая синергия – возможность снижения затрат на капитал.

В рамках операционной синергии, бесспорно, достижение повышения дохода является более сложным результатом. Это возможно в случае комбинации конкурентных преимуществ будущих партнеров ради создания нового продукта или усиления существующего. Другим источником увеличения доходов может служить объединение маркетинговых усилий, что позволяет

¹³ Михаил Козодаев. Слияния и поглощения: алгоритм успеха.

объединенной компании воспользоваться перекрестным маркетингом для предложения клиентам расширенного ассортимента товаров и услуг.

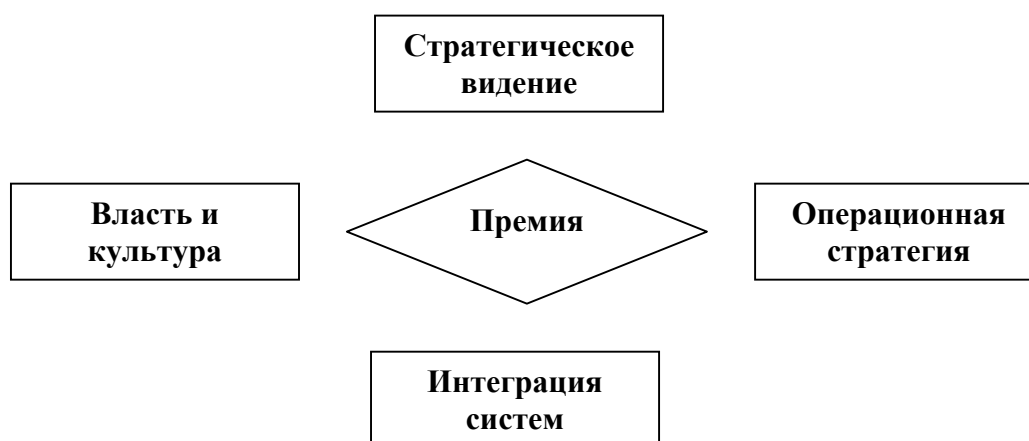
Снижение затрат является преобладающим результатом в группе факторов, формирующих эффект операционной синергии. Снижение затрат может стать результатом экономии от масштаба (*economies of scale*) и/или экономией от охвата (*economies of scope*). Рост объемов производства позволяет снизить себестоимость единицы производимой продукции за счет распределения накладных расходов. Таким образом, процессы консолидации посредством слияний и поглощений позволяют добиться ценового конкурентного преимущества и достичь более полной загрузки производственных мощностей. Экономия охвата позволяет компании использовать один набор исходного сырья для производства более широкого ассортимента продукции и услуг. Примером подобного эффекта может служить консолидация в банковской отрасли: объединение депозитных баз позволяет финансовым институтам предлагать более изощренные финансовые продукты, в то время как менее крупные банки не имеют возможности содержать отделы для оказания альтернативных услуг.

Финансовой синергией называется влияние слияния или поглощения компаний на затраты по привлечению заемных. Хиггинс и Шолл объясняют данный эффект термином взаимного страхования долга¹⁴. При объединении двух компаний с не полностью коррелированными денежными потоками кредиторы объединенной компании получают некую гарантию, так как при банкротстве одной из объединяющихся компаний другая выступит плательщиком долга. Проблемой эффекта взаимного страхования является то, что выгоды держателя заемного капитала осуществляются в ущерб владельцам собственного капитала. Однако убытки акционеров могут быть компенсиро-

¹⁴ Robert C. Higgins, Lawrence C. Schall. Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers. *Journal of Finance* (March, 1975). Pp. 93-113.

ваны после слияния выпуском новых долговых обязательств, что позволит получить выгоды за счет экономии на налогах при выплате процентов по облигациям. Кроме данного эффекта, необходимо учитывать затраты на привлечение капитала и способность получить доступ на финансовый рынок. Более крупная компания способна воспользоваться большим спектром инструментов для привлечения финансовых ресурсов, а значительный объем заимствований позволит достичь экономии по удельным затратам на каждый привлеченный рубль.

Рисунок 7. Процесс реализации синергетических выгод¹⁵



Источник: Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп. Оценка компаний при слияниях и поглощения: создание стоимости в частных компаниях.

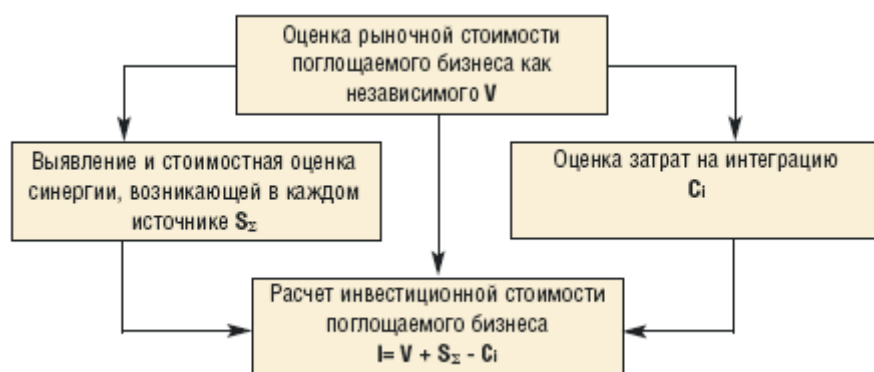
При осуществлении слияний и поглощений ключевую роль играет планирование процесса поглощения. Каждая сделка по приобретению должна оцениваться с точки зрения вероятности достижения предсказанных синергетических эффектов. На рис. 8 представлены четыре элемента стратегии поглощения, которые должны присутствовать для достижения успеха в достижении синергии. Отсутствие хотя бы одного из элементов не позволит компании достичь намеченных целей объединения и приведет к потере акционерной стоимости.

¹⁵ Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп. Оценка компаний при слияниях и поглощения: создание стоимости в частных компаниях.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.-107с.

- *Стратегическое видение.* Цель объединения, которая выступает ориентиром при выработке плана поглощения.
- *Операционная стратегия.* Набор конкретных мероприятий, позволяющих достичь объединенным предприятием стратегических преимуществ над конкурентами.
- *Интеграция систем.* Быстрая интеграция финансовых структур, производственных и информационных составляющих компаний.
- *Власть и культура.* Структура принятия решений в новой компании, процедуры сотрудничества и разрешения конфликтов.

Таким образом, синергия является ключевым фактором успеха слияний и поглощений компаний. Фокус менеджмента должен быть сфокусирован на скрупулезной оценке эффекта синергии и выработке подробного плана мероприятий, позволяющих его реализовать. Поэтому, управляющие компании-покупателя должны определить не только рыночную стоимость, но и оценить инвестиционную стоимость цели. Инвестиционная стоимость отличается от рыночной стоимости на величину синергии, возникающей при слиянии или поглощении, за вычетом затрат на интеграцию.

Рисунок 8. Сравнительная характеристика методов покупки и объединения интересов



Источник: Коупленд Том, Коллер Тим, Мкррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление.

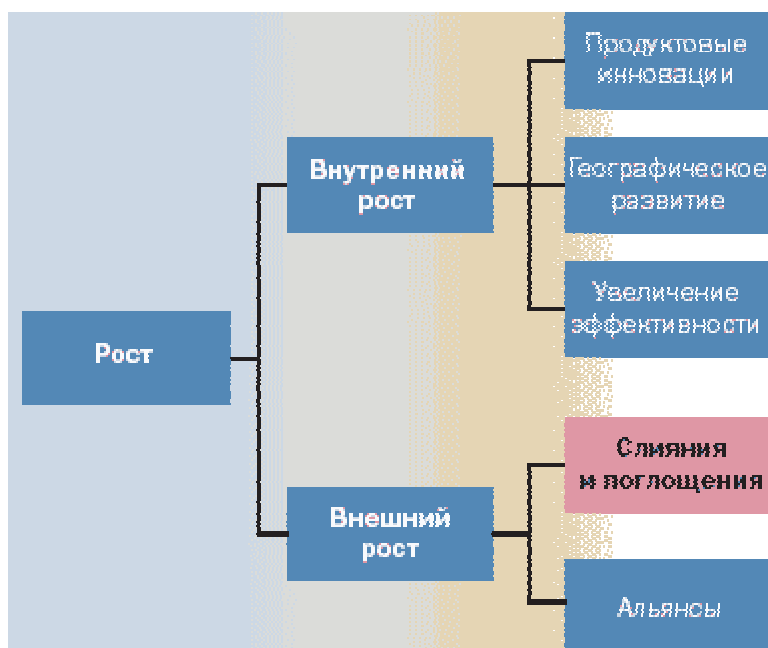
3.2. Управление стоимостью при слияниях и поглощения

На ранних этапах рыночной экономики российские компании не ставили целью выработать стратегический подход к слияниям и поглощениям. Общим для большинства сделок было отсутствие жесткой необходимости формирования стратегии к выбору объекта поглощения и его интеграции. Однако в последнее время наметились как внутренние, так и внешние предпосылки для изменения ситуации. Состояние российской экономики и глобальные тенденции указывают на то, что российские компании будут активно вовлечены в процесс слияний и поглощений и окажутся перед необходимостью совершенствовать свои подходы к слияниям, поглощениям и продаже активов.

Этому способствует, во-первых, ситуация, когда сильно недооцененных активов практически не осталось. Каждая сделка по слиянию или поглощению становится все более капиталоемкой и требует более тщательного планирования. Во-вторых, ряд российских компаний располагают достаточной производственной и сырьевой базой для того, чтобы стать игроками глобального уровня. Достижение этой цели будет происходить за счет консолидации в рамках основного направления бизнеса, что уже происходит в сырьевых отраслях, где крупные российские компании приобретают активы в самых разных регионах мира.

В распоряжении каждой компании есть целый набор внутренних и внешних механизмов роста. Внутренние реализуются через увеличение прибыльности существующих активов, повышение операционной эффективности и продуктовых инноваций. Внешние - в основном за счет слияний, поглощений и альянсов. Слияния и поглощения позволяют компаниям решать многие задачи, одновременно повышая важность стратегического подхода и интеграционного менеджмента.

Рисунок 9. Внутренние и внешние механизмы роста



Источник: McKinsey

3.2.1. Стратегический аспект слияний и поглощений

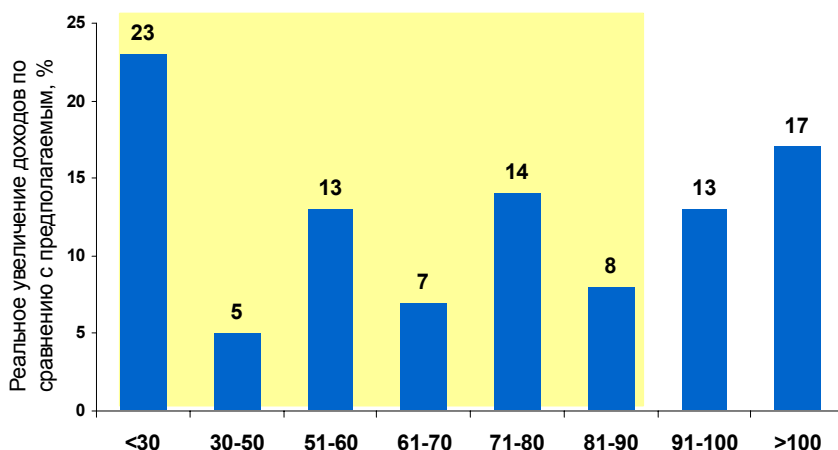
При осуществлении процесса слияний и поглощений необходима выработка стратегии слияний и поглощений. Для выработки правильной стратегии, необходимо выявить движущую силу при принятии решений о слиянии и поглощении.

Целью слияний и поглощений является создание акционерной стоимости. Процесс создания акционерной стоимости – это подход к финансовому управлению, направленный на создание экономической стоимости для акционеров, выраженной положительной курсовой динамикой акций и потоком дивидендов¹⁶. Исследования указывают на тот факт, что 50-75% всех сделок слияний и поглощений уничтожают акционерную стоимость. В частности в исследовании, проведенной консалтинговой компанией McKinsey, указывается на то, что в большинстве сделок происходит передача дополнительного синергетического эффекта покупателем продавцу за счет выплаты высокой

¹⁶ The Chartered Institute on Management Accountants (CIMA) Official Terminology.

премии (от 10 до 35% рыночной стоимости приобретаемой компании). Так, результаты исследования выявили, что почти 70% исследованных компаний не смогли достичь желаемой синергии доходов.

Рисунок 10. Неудачные слияния и поглощения: выборка из 77 публичных компаний, %



Источник: McKinsey, 2002

Компанией А. Т. Kearney была предложена кривая консолидации, позволяющая выявить закономерности в циклах слияний и поглощений. Все отрасли консолидируются и развиваются сходным образом, и на сегодняшний день любой отрасли в среднем требуется 20-25 лет для того, чтобы пройти процесс консолидации. В процессе консолидации происходит изменение отрасли, которое можно описать S-образной кривой, имеющей четыре стадии.

Рисунок 11. Кривая консолидации

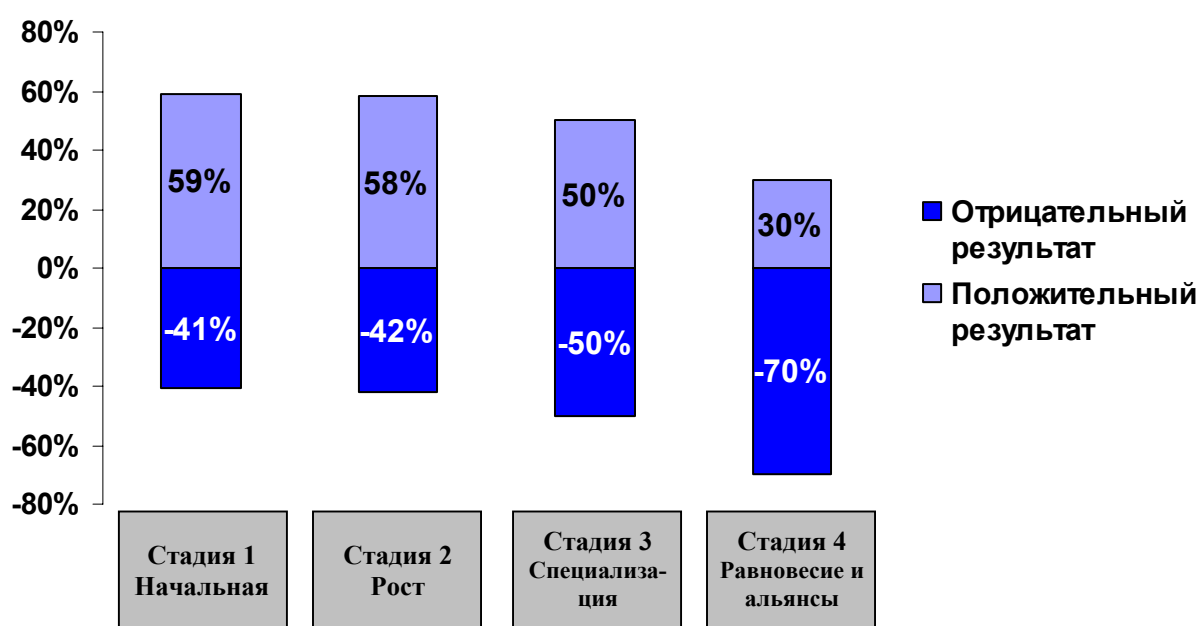


Источник: А. Т. Kearney, 2002

Развитие глобальных рынков привело к феномену, когда для успешного развития органический рост недостаточен. Для роста и выживания необходимы слияния и поглощения, а стремление остаться в защищенных рыночных нишах может привести к тому, что подобные компании будут поглощены.

Кривую консолидации можно использовать как инструмент для усиления стратегии консолидации и облегчения интеграции компаний в процессе слияний. Умение руководителей компаний анализировать положение отрасли на кривой консолидации может помочь правильно разработать стратегическое видение и понимание основных аспектов при управлении слияниями. Компетентность в сфере слияний становится главным преимуществом лидера, однако, необходимо помнить, что успех слияний в наибольшей степени зависит от стадии процесса консолидации.

Рисунок 12. Результативность слияний и поглощений

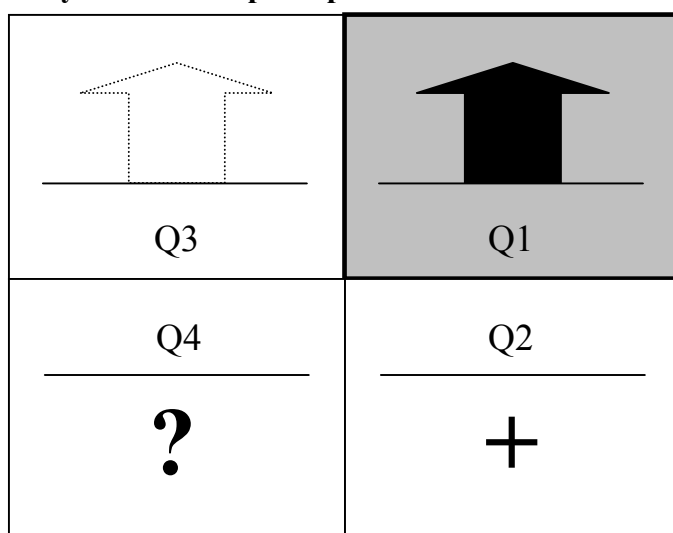


Источник: А. Т. Kearney, 2002

Результатом слияний в рамках процесса консолидации является более конкурентоспособное предприятие. Позиционирование цели поглощения в матрице роста стоимости позволяет покупателю проанализировать достоинства потенциальной комбинации. Матрица роста стоимости¹⁷ (value-building growth matrix) позволяет оценить, какие компании данной отрасли могут быть наилучшими кандидатами на поглощение. Поглощение конкурента в сегменте, растущем темпами ниже среднего значения по отрасли, приведет лишь к ухудшению показателей. Компании, ориентированные на простой рост и на рост прибыли, являются более подходящими целями, так как подобные компании уже имеют базу для роста и не потребуют огромных затрат на решение операционных и стратегических задач. Однако наилучшим выбором являются компании, ориентированные на рост акционерной стоимости.

¹⁷ James McGrath, Fritz Kroeger, Michael Traem, and Joerg Rockenhaeuser. The Value Growers. New York: McGraw Hill, 2001.

Рисунок 13. Матрица роста



Q1: Компании, ориентированные на рост акционерной стоимости
Q2: Компании, ориентированные на рост прибыли
Q3: Компании, ориентированные на простой рост
Q4: Компании, ориентированные на рост акционерной стоимости

Источник: James McGrath, Fritz Kroeger, Michael Traem, and Joerg Rockenhaeuser. The Value Growers.

3.2.2. Основные шаги, позволяющие реализовать стоимость

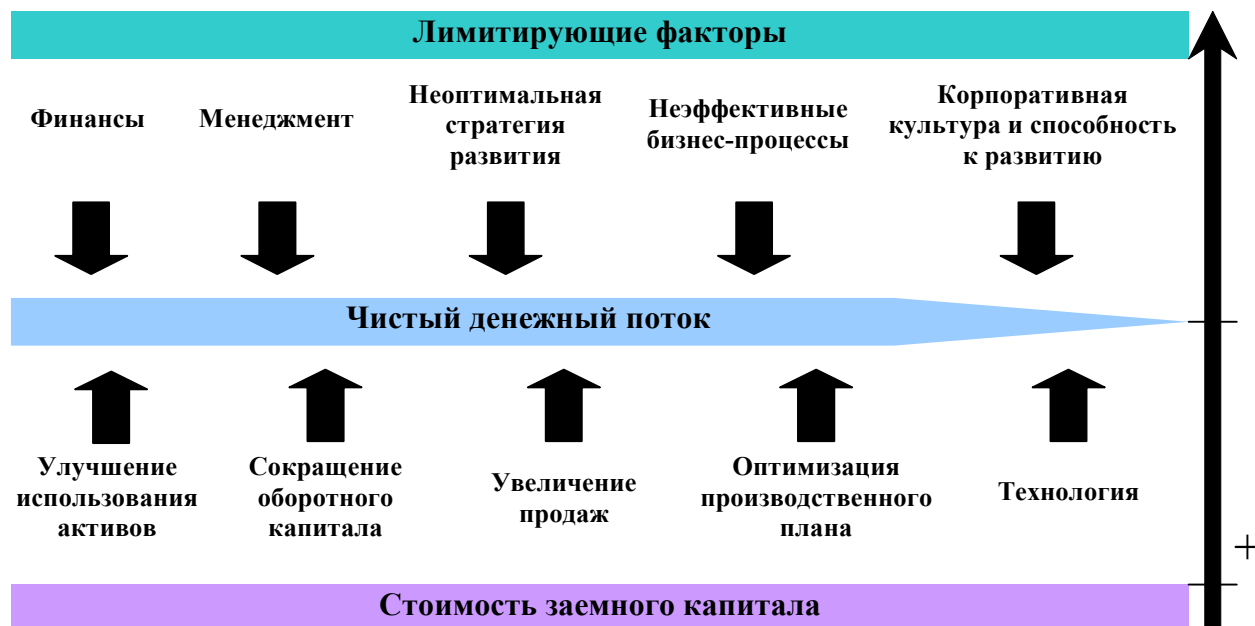
Для того чтобы в результате сделки по слиянию и поглощению создавалась акционерная стоимость, необходимо разработать стратегию приобретения бизнеса, который должен раскрывать следующие этапы процесса слияния и поглощения:

1. Анализ факторов, оказывающих влияние на процесс создания акционерной стоимости в процессе сделки;
2. Оценка сделки по слиянию и поглощению;
3. План интеграции компании (post-merger integration).

Теория оценки гласит, что стоимость бизнеса формируется в результате генерации компанией денежных потоков. Для акционера компании особый интерес представляет денежный поток после всех операционных расходов и затрат на капитальные вложения. На величину данного денежного потока оказывают влияние как операционные рычаги, формирующие поток, так и факторы, оказывающие лимитирующее влияние. Комбинация данных факторов позволяет создать модель формирования акционерной стоимости и вы-

явить ключевые точки, где возможно воздействовать на формирование стоимости бизнеса.

Рисунок 14. Модель формирования акционерной стоимости



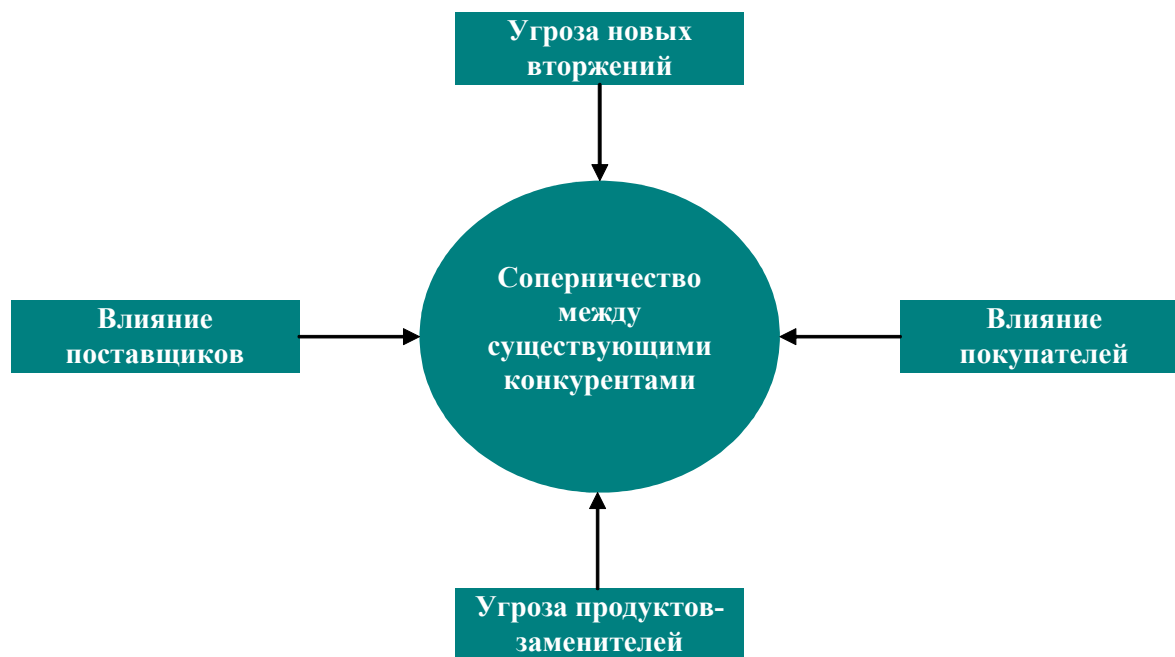
Источник: Rossmore Group

Данная модель позволяет определить покупателю ключевые операционные показатели компании-цели и более точно оценить возможный синергетический эффект. Модель позволяет понять, что глубокое понимание покупаемого бизнеса является необходимым. На этой стадии разработки стратегии привлекаются линейные менеджеры с пониманием производственных процессов, которые могут уже на первоначальном этапе оценить возможность интеграции двух компаний на производственном уровне и указать на возможные трудности. Эффект синергии можно реализовать в том случае, если менеджеры компании-покупателя смогут преодолеть воздействие лимитирующих факторов и повысить чистый денежный поток.

Необходимо на данном этапе провести оценку реалистичности реализации синергетического эффекта. На данном этапе показатели продаж, доходности и конкурентного положения очень часто оказываются завышенными. С этой целью правильно не только проводить глубокий анализ производствен-

ных и финансовых показателей компании-цели, но и ее положение в отрасли. М. Портером были разработаны детерминанты привлекательности отрасли, которые позволяют определить место компании в отрасли и ответить на вопрос, на сколько данный бизнес привлекателен с точки зрения фундаментальных факторов.

Рисунок 15. Силы Портера¹⁸



Источник: Майкл Портер. Конкуренция

Состояние конкуренции в отрасли определяется пятью основными силами, представленными на рис. 15. В совокупности эти силы определяют предельный потенциал прибыли отрасли. Знание этих основных источников конкурентного давления позволяет выявить сильные и слабые стороны компании, дать четкое обоснование позиционирования компании в отрасли, определить потенциально возможные факторы угрозы для компании в рамках отрасли.

План интеграции компаний в результате слияния или поглощения является одним из самых важных составляющих успешного процесса сделки по

¹⁸ Майкл Портер. Конкуренция.-М.: Издательский дом «Вильямс», 2003.-97с.

слиянию или поглощению. Правильно и своевременно проведенная интеграция позволяет реализовать эффект синергии и высвободить стоимость объединенной компании. Большинство исследований говорит о важности первых 90 дней после закрытия сделки слияния или поглощения. Критичность этого периода заключается в том, что необходимо объединить операционные, финансовые, человеческие, информационные составляющие двух компаний. Неэффективность и непродуманность интеграционных мероприятий создает нервозность в объединенной компании и влияет не только на финансовые результаты, вследствие операционной неэффективности, но и способно привести к потере ключевых кадров на всех уровнях компании-цели.

Процесс планирования интеграции должен начинаться задолго до завершения юридического оформления сделки по слиянию или поглощению. План должен включать не только стратегию интеграции, но и конкретный набор мероприятий, обеспечивающих объединение компаний. Процесс объединения состоит из выработки видения деятельности объединенной компании, разработки ее операционной модели.

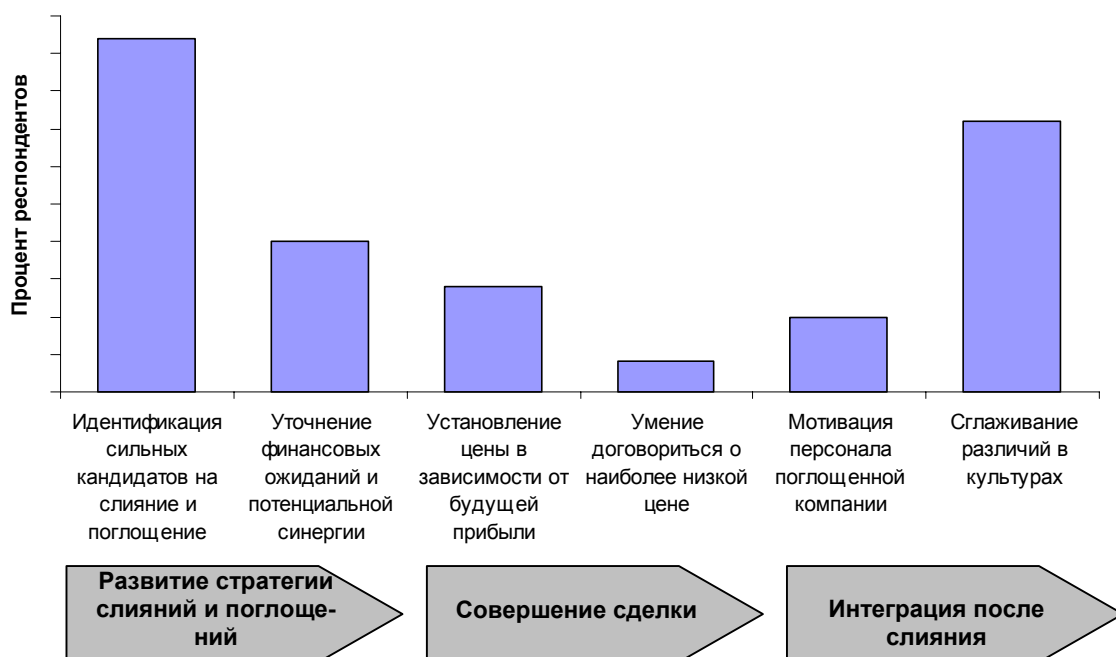
Рисунок 16. Модель формирования акционерной стоимости



Источник: Ernst & Young LLP

Большинство успешных компаний создают механизм интеграции. В рамках подобного механизма разрабатывается шаблон интеграции для каждой ключевой функции и бизнес процесса. Примером успеха применения подобного механизма является NCNB, небольшой банк в Северной Каролине. В 1992 г. NCNB слился с C&S/Sovran и превратился в NationsBank, четвертый по величине банк США. Президент банка МакКолл совершил более сорока поглощений и увеличил активы банка в 20 раз до 120 млрд. долл. В 1998 г. была завершена крупнейшая сделка – слияние с BankAmerica стоимостью 60 млрд. долл. и создание Bank of America. По словам президента, банком был разработан детальный шаблон, позволяющий эффективно интегрировать все области поглощаемого банка – от информационных технологий до систем кредитования и процессов оценки кредитных заявок.

Рисунок 17. Факторы, имеющие критическое значение для успеха слияний и поглощений¹⁹



Источник: А. Т. Kearney

Таким образом, рост компании через слияния и поглощения является зачастую необходимым для выживания в динамичном деловом сегодняшнем окружении. Однако, для его эффективного применения необходим планомерный интеллектуальный процесс со стороны руководителей компаний и профессионалов, оказывающих поддержку сделке по слиянию и поглощению.

¹⁹ Грейм Динз, Фриц Крюгер, Стефан Зайзель. К победе через слияния: как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004, 128с.

3.3. Пример оценки стоимости цели поглощения и измерение синергии

Модель оценки синергии при слиянии и поглощении основана на модели дисконтированных денежных потоков. Методология процесса оценки стоимости объединенной компании при слиянии или поглощении с учетом синергетического эффекта приведена на рис. 18.

Рисунок 18. Этапы оценки стоимости и синергетического эффекта



На первом этапе каждый из субъектов сделки, компания-покупатель и компания продавец, оцениваются отдельно. Результатом оценки является справедливая стоимость каждой компании. На втором этапе происходит получение стоимости объединенных компаний без учета синергии, образующейся в результате слияния или поглощения. Следующим шагом является оценка синергетического эффекта. Источниками синергия могут выступать рост продаж (кросс-продажи, использование новых каналов сбыта и т.д.), снижения себестоимости (устранение дублирующих функций, эффект масштаба, использование новых технологий и т.д.) или как комбинация выше указанных факторов. На последнем этапе стоимость объединенной компании корректируется на синергетический эффект.

Оценка стоимости компаний

Оценка компании происходит дисконтированием свободных денежных потоков, а в качестве ставки дисконтирования выступает требуемая норма доходности, рассчитываемая по модели CAPM:

Чистый денежный поток:	
	<i>Выручка</i>
-	<i>Себестоимость проданной продукции</i>
=	<i>Операционная прибыль</i>
-	<i>Процентные расходы</i>
=	<i>ЕВТ (Прибыль до уплаты налогов)</i>
-	<i>Налоги на прибыль</i>
+	<i>Амортизация</i>
-	<i>Капитальные вложения</i>
-	<i>Изменение оборотного капитала</i>

Ставка дисконтирования:	
	Безрисковая ставка
+	В*Премия за риск

В качестве исходных данных для расчета денежных потоков по каждой компании служит финансовая информация. Как правило, при оценке стоимости компании используется пятилетний временной горизонт, поэтому для оценки будущих денежных потоков необходимо получить оценку темпов роста каждой компании в течение ближайших пяти лет и долгосрочный рост.

Компания А	
Финансовое положение	
Выручка в текущем году	\$1,000.00
Операционные расходы (в % от Выручки)	70.00%
Налог на прибыль	24.00%
Процентные расходы	\$100.00
Амортизация	\$50.00
Капитальные расходы	\$75.00
Оборотный капитал (в % от Выручки)	5.00%
Прогнозные темпы роста	
5-летние темпы роста	15.00%
Постпрогнозный темп роста	6.00%
Показатель риска	
Бета акции	1.10

Компания Б	
Финансовое положение	
Выручка в текущем году	\$800.00
Операционные расходы (в % от Выручки)	75.00%
Налог на прибыль	24.00%
Процентные расходы	\$100.00
Амортизация	\$75.00
Капитальные расходы	\$100.00
Оборотный капитал (в % от Выручки)	5.00%
Прогнозные темпы роста	
5-летние темпы роста	20.00%
Постпрогнозный темп роста	7.00%
Показатель риска	
Бета акции	1.25

Исходная финансовая информация позволяет построить прогнозный отчет о прибылях и убытках и получить по каждой компании значение чистого денежного потока за следующие пять лет (более детальные вычисления представлены в Приложении 3):

	1	2	3	4	5
Компания А	138.55	159.33	183.23	210.72	242.32
Компания Б	53.20	63.84	76.61	91.93	110.32

Следующим шагом является определение ставки дисконтирования для каждой компании:

$$\text{Компания А: } R_A = R_f + \beta * \text{Risk Premium} = 6\% + 1.10 * 5.5\% = 12.05\%$$

$$\text{Компания Б: } R_B = R_f + \beta * \text{Risk Premium} = 6\% + 1.25 * 5.5\% = 12.88\%$$

Последним компонентом, который необходим для расчета рыночной стоимости предприятия, является остаточная стоимость (Terminal Value) и рассчитывается по следующей формуле:

$$TV = \frac{FCF_5 * (1 + g)}{R - g}, \text{ где}$$

FCF_5 – чистый денежный поток в 5 периоде прогнозного периода;

g – постпрогнозный темп роста;

R – ставка дисконтирования.

Таким образом, стоимость каждой компании составляет:

	1	2	3	4	5	Σ	TV
Чистый денежный поток	138.55	159.33	183.23	210.72	242.32		4245.69
Дисконтирующий фактор	0.8925	0.7965	0.7108	0.6344	0.5662		0.5662
Приведенная стоимость	123.65	126.91	130.25	133.68	137.20	651.67	2403.75
Стоимость Компании А							3055.42
Ставка дисконтирования	12.05%						
Постпрогнозный темп роста	6.00%						

	1	2	3	4	5	Σ	TV
Чистый денежный поток	53.20	63.84	76.61	91.93	110.32		2007.52
Дисконтирующий фактор	0.8859	0.7848	0.6953	0.6159	0.5457		0.5457
Приведенная стоимость	47.13	50.10	53.26	56.62	60.20	267.31	1095.41
Стоимость Компании Б							1362.72
Ставка дисконтирования	12.88%						
Постпрогнозный темп роста	7.00%						

Оценка стоимости объединенных компаний без учета синергии

В случае объединенной компании для оценки стоимости новой компании происходит суммирование чистых денежных потоков и остаточных стоимостей каждой компании, однако, происходит изменение ставки дисконтирования вследствие изменения беты. Более крупная компания воспринимается рынком как менее рискованное предприятие, что снижает ставку дисконтирования.

Новая бета находится как средневзвешенное значение беты каждой компании, где весами выступают рыночные стоимости объединяющихся компаний:

$$\beta = \frac{\beta_A * PV_A + \beta_B * PV_B}{PV_A + PV_B}, \text{ где}$$

β_A и β_B – беты компаний А и Б,

PV_A и PV_B – рыночная стоимость компаний А и Б.

Новое значение беты равно 1.15, расчет стоимости объединенной компании без учета синергетического эффекта представлен ниже:

	1	2	3	4	5	Σ	TV
Чистый денежный поток (А+Б)	191.75	223.17	259.84	302.65	352.64		6253.21
Дисконтирующий фактор	0.8905	0.7929	0.7061	0.6288	0.5599		0.5599
Приведенная стоимость	170.75	176.96	183.47	190.29	197.44	918.92	3501.10
Стоимость Компании А+Б							4420.02
Ставка дисконтирования	12.30%						

Оценка синергетического эффекта

Для оценки эффекта синергии необходимо выявить ее источник. Допустим, в результате объединения возникает рост продаж за счет расширения каналов сбыта, и руководство объединенной компании оценивает новый темп роста в течение прогнозного периода в 20%, а долгосрочный рост в постпрогножном периоде – 7%.

Увеличение темпа роста вследствие объединения улучшает финансовые показатели объединенной компании и повышает значение показателя свободный денежный поток в течение прогнозного периода:

	1	2	3	4	5
А+Б+Синергия	195.60	234.72	281.66	338.00	405.60

Стоимость объединенной компании с учетом синергии

	1	2	3	4	5	Σ	TV
Чистый денежный поток (А+Б)	195.60	234.72	281.66	338.00	405.60		8188.45
Дисконтирующий фактор	0.8905	0.7929	0.7061	0.6288	0.5599		0.5599
Приведенная стоимость	174.18	186.12	198.88	212.52	227.09	998.78	4584.62
Стоимость Компании А+Б+Синергия							5583.40
Ставка дисконтирования	12.30%						
Темп роста в постпрогножном периоде	7.00%						

Таким образом, в результате наличия синергии от объединения акционеры компаний А и Б потенциально способны увеличить свое благосостояние на \$1163.38. Количественная оценка синергетического эффекта позволяет не только оценить добавочную акционерную стоимость, но и границу ценообра-

зования. Максимальная цена сделки, которая экономически целесообразна – это сумма стоимости Компании Б и синергетического эффекта.

Синергетический эффект: (А+Б+Синергия)-(А+Б)	1163.38
Максимальная экономически целесообразная цена	2526.1
Максимальный размер премии	85.37%

Заключение

Последнее десятилетие XX века ознаменовалось невиданным всплеском слияний и поглощений как в развитых, так и в развивающихся странах. В 1999 г. - на пике активности - было объявлено более 40 000 сделок общей стоимостью свыше 3,4 трлн. долл. Слияния и поглощения в таких масштабах привели к фундаментальным изменениям в ряде отраслей, в том числе химической, телекоммуникационной и банковской. Но многие экономисты, аналитики, консультанты и представители регулирующих органов до сих пор сомневаются в целесообразности и эффективности слияний и поглощений.

К сожалению, для таких утверждений есть основания. Многочисленные исследования конца 1990-х годов подтверждают, что большинство слияний и поглощений не привели к созданию стоимости, причем доля неудачных сделок достигает 60%. Однако, правильно проведенное слияние способно создавать значительную стоимость. Это позволяет некоторым компаниям полностью трансформироваться. Иногда из-за многочисленных слияний изменялся облик целых отраслей, в частности подобные изменения наблюдались в химической и фармацевтической отрасли.

В данной работе приведен аналитический материал и систематизирован теоретический базис, позволяющий представить процесс слияний и поглощений как неразрывную часть общей стратегии развития компании. В качестве основного показателя, позволяющего измерить эффективность интеграционных процессов, была выбрана добавочная акционерная стоимость. Создание добавочной стоимости происходит в результате реализации синергетического эффекта, поэтому его реализация является ключевым фактором успеха роста компании через слияния и поглощения.

Способность покупателя измерить синергию и реализовать синергетические выгоды после интеграции компаний является ключевым фактором успе-

ха роста посредством слияний и поглощений. Количественный анализ синергии невозможен без глубокого понимания бизнеса объединяемых компаний, а наличие долгосрочных целей развития позволяет ответить на вопрос, какие особенности покупаемой компании позволят их достичь. Кроме того, знание синергетических выгод позволяет обоснованно определить границы цены предложения за компанию-цель.

Еще одним важным фактором является процесс интеграции компаний после совершения сделки по слиянию или поглощению. Первые три месяца интеграционных работ позволяют избежать потерь и создать эффективную основу для успешной реализации синергетических выгод в будущем. Спланированные работы по интеграции способны удержать ключевых сотрудников приобретаемых компаний, своевременно объединить информационные технологии и устранить дублирующие функции.

Однако стратегическое видение и спланированная интеграционная работа является начальной и финальной этапами любой сделки по слиянию и поглощению. Между этими этапами существует важный спектр работ, выполняемый профессиональными финансовыми посредниками, по организации сделки по слиянию и поглощению. В немаловажной степени рост акционерной стоимости зависит от правильной комбинации финансирования, выбора режима налогообложения и структурирования сделки по слиянию и поглощению.

Таким образом, рынок корпоративного контроля позволяет компаниям добиваться стремительного роста и непосредственно участвует в изменении облика целого ряда отраслей. С целью минимизации потерь при использовании такого инструмента, как слияния и поглощения, необходимо уделить внимание каждому этапу процесса управления стоимостью.

Список литературы

1. Блекоев С. Реструктуризация промышленных предприятий. // Вопросы экономики, 1997, №9.
2. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения. // Менеджмент в России и за рубежом, 1999, № 1. - сс.33-36.
3. Голдман М. А. Капитализм инсайдеров: приватизация - успех или неудача? // Проблемы теории и практики управления, 1997, №3.
4. Горелов Я. Агрессивное поглощение: методы защиты. Финансовый директор, №1, июль 2002.
5. Гохан Патрик. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
6. Грейм Динз и др. К победе через слияние: как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
7. Гринкевич В. Нет, весь я не умру. // Компания, 2001, №36.
8. Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
9. Евсеев А. Стратегия реструктуризации предприятий в условиях кризисных ситуаций. // Антикризисное управление, №2, 1999.
10. Зокин А.А. Гудвилл: экономическая сущность и методы учета // Аудитор, № 7 2002.
11. Кеннет Феррис, Барбара Пешеро Пети. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении.-М.: Издательский дом «Вильямс», 2003.
12. Козырев Ю. Предложение по определению безрисковой ставки // Рынок ценных бумаг, 2001, №7.
13. Коупленд Том, Коллер Тим, Мкррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление.-М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999.

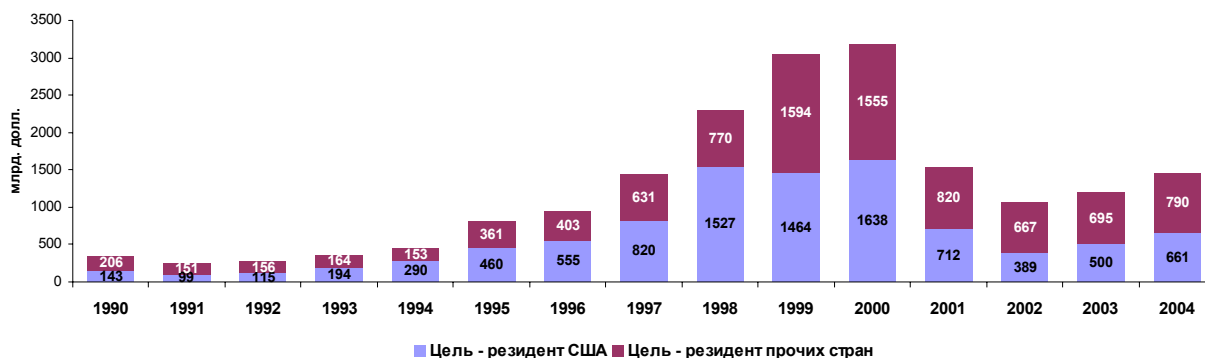
14. Кучерова О. Эра слияний продолжается // Финансовые известия, 20.01.1999.
15. Леонов Р. Враждебные поглощения в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики. // Рынок ценных бумаг, №24, 2000.
16. Логвинов С.А. Тенденции формирования российской модели корпоративного управления // Вестник Финансовой Академии №3, 2000.
17. Ляпина С. Слияния и поглощения как знак развитой рыночной экономики // Рынок ценных бумаг, №8, 1998.
18. Майкл Портер. Конкуренция.-М.: Издательский дом «Вильямс», 2003.
19. Майклсон В., Салин П. Проблемы управления репутацией компании при осуществлении поглощения. // Слияния и поглощения, №1, 2003.
20. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.-М.: Альпина Паблишер, 2002.
21. Никитин Л.Л. Стратегия и тактика защиты от недружественного поглощения // Слияния и поглощения №2, 2003.
22. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой.-М.: Финансы и статистика, 1999.
23. Попов Ю., Хлюстов В. Среднему бизнесу в России необходима стратегия // Проблемы теории и практики управления, №5, 2002.
24. Радыгин А.Д. Проблемы корпоративного управления в России и регионах. // Институт Экономики Переходного Периода Москва, 2002.
25. Рид Стэнли, Лажу Александра. Искусство слияний и поглощений.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
26. Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: перспективы развития в РФ. // Финансист, №11, 2000.
27. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием, М.: Финансы и статистика, 2000.

28. Смирнов И. О некоторых аспектах рынка слияний и поглощений. // Управление компанией, 2002, № 3.
29. Фрэнк Эванс, Дэвид Бишоп. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
30. Хакимов Т.А. Враждебные поглощения: технология, стратегия и тактика нападений. // Слияния и Поглощения, №1, 2003.
31. Brian Coyle. Mergers and Acquisitions.-New York: American Management Association, 2000.
32. Donald DePamphilis. Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases and Solutions. 2003.
33. Ed Paulson, Court Huber. The Technology M&A Guidebook. John Wiley & Sons, 2001.
34. Erich A. Helfert. Techniques of Financial Analysis. IRWIN, 1991.
35. Frederick W. Gluck, Stephen P. Kaufman, A. Stephen Walleck. Thinking strategically. - The McKinsey Quarterly, 2000.
36. Gerhard Picot. Handbook of International Mergers and Acquisitions: Preparation, Implementation and Integration. Palgrave Macmillan, 2002.
37. Harvard Business Review on M&A. Harvard Business School Publishing, 2001.
38. James McGrath, Fritz Kroeger, Michael Traem, and Joerg Rockenhaeuser. The Value Growers. New York: McGraw Hill, 2001.
39. John Coffey, Valerie Garrow. Reaping the Benefits of Mergers & Acquisitions: In Search of the Golden Fleece. Butterworth-Heinemann, 2002.
40. Mark L. Sirower, The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game.-New York: The Free Press, 2000.
41. Norton D., Kaplan R. Measures that drive performance, Harvard Business Review, January-February 1992.
42. R. Matthews. Mergers, Complexity and Games: SEAG Annual Conference. Kingston University Business School, 2000.

43. Roll R. The Hibrus Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business, 1986, vol. 59, No 2, p. 197-216.
44. Timothy J. Galpin, Mark Herndon. The Complete Guide to Mergers and Acquisitions: Process Tools to Support M&A Integration at Every Level. Jossey-Bass, 2000.
45. World Investment Report 2000: Cross-border mergers and acquisitions and development.-New York and Geneva: UNCTAD, 2000.
46. www.ml.com
47. www.ms.com
48. www.jpmorgan.ru
49. www.euromoney.com
50. www.datamerge.com
51. www.sec.gov
52. www.mergernetwork.com
53. www.moody.com
54. www.intellinet.com

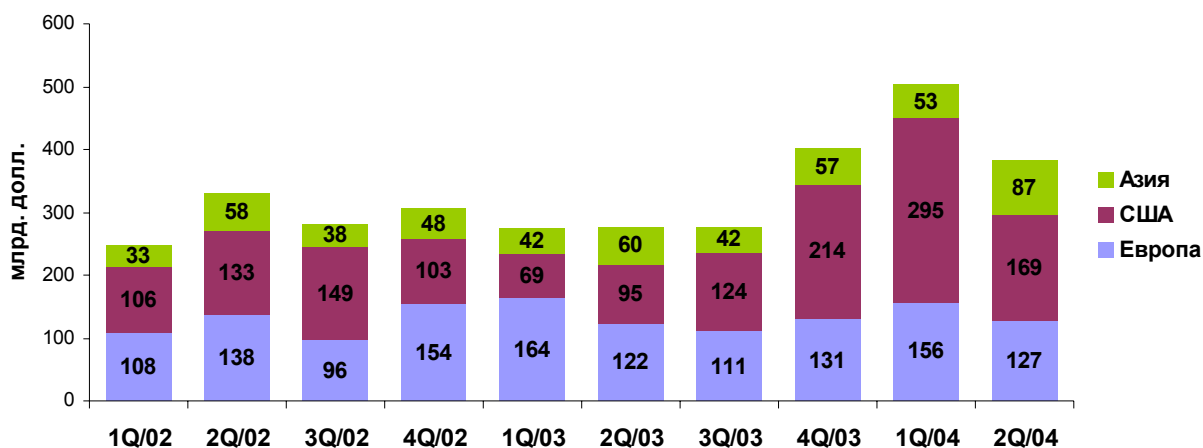
Приложение 1: Основные характеристики рынка слияний и поглощений

Рисунок 19. Динамика рынка слияний и поглощений в 1990-2004 гг., млрд. долл.



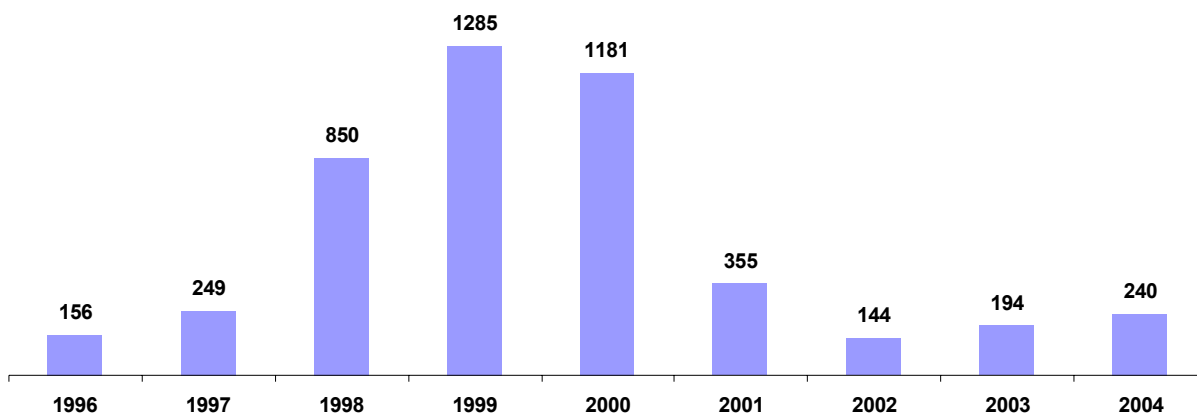
Источник: Thomson Financial

Рисунок 20. Географическое распределение объявленных сделок M&A в 2002-2004 гг.



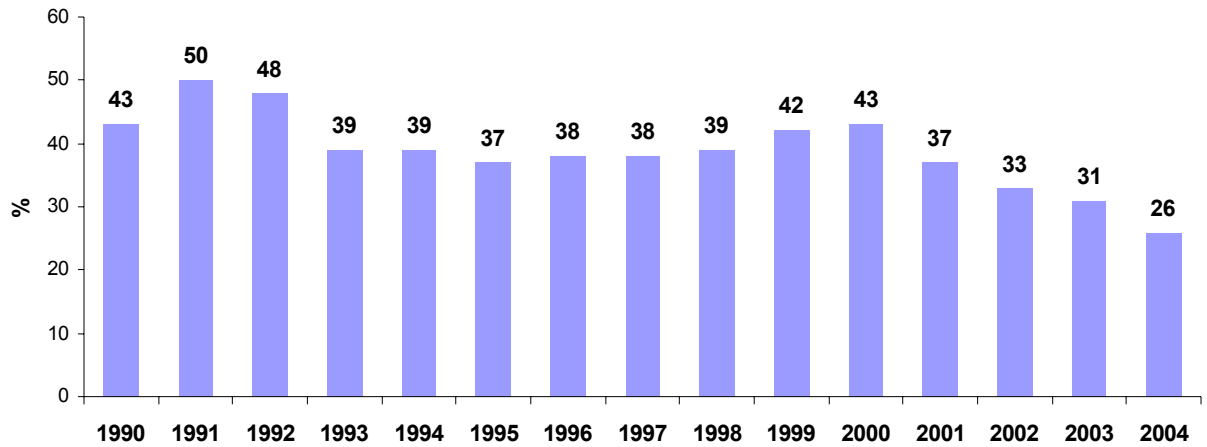
Источник: Boston Consulting Group

Рисунок 21. Транснациональные сделки в 1996-2004 гг. стоимостью свыше 10 млрд. долл.



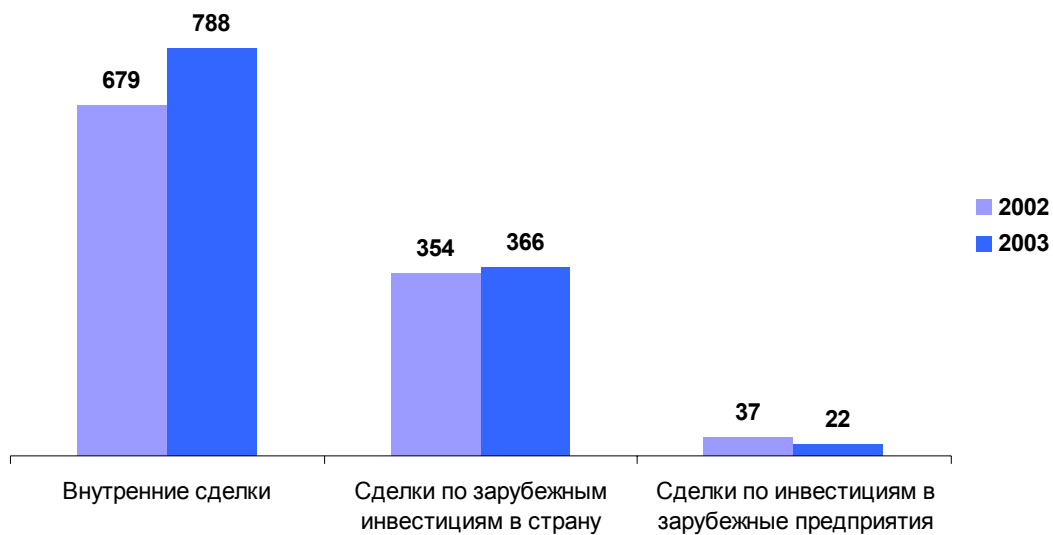
Источник: Morgan Stanley

Рисунок 22. Средние премии, уплаченные в мире в 1990-2004 гг., за публичные компании



Источник: Morgan Stanley

Рисунок 23. Направление сделок российского бизнеса в 2002-2003 гг.



Источник: PricewaterhouseCoopers

Таблица 7. 20 крупнейших сделок по слияниям и поглощениям в частном секторе в странах Восточной Европы в 2003 году

Место	Описание сделки	Страна-инвестор	Страна-объект	Примерная стоимость (млн долл. США)
1	Британская British Petrochemical Group приобрела российскую нефтяную компанию "Альфа-Аксесс-Ренова" (ААР)	Великобритания	Россия	6350
2	Российский нефтяной гигант "ЮКОС" приобрел 20% минус одна обыкновенная акция компании "Сибнефть" в рамках предварительной сделки в связи с неподтвержденным будущим слиянием	Россия	Россия	3000
3	Компания "Базовый элемент" увеличила свою долю в капитале российского производителя алюминия "Русский алюминий" с 50 до 75% в результате покупки акций у Millhouse Capital	Россия	Россия	2000
4	Чешская телекоммуникационная группа Cesky Telecom увеличила свою долю в капитале Eurotel Praha, spol s r.o. до 100% путем приобретения оставшихся 49% акций у своих американских партнеров	Чешская Республика	Чешская Республика	1050
5	Российская нефтедобывающая компания "Тюменская нефтяная компания" (ТНК) приобрела 38% акций компании по разработке и эксплуатации нефтегазовых месторождений "Оренбургнефть"	Россия	Россия	800**
6	Группа международных инвесторов приобрела 23.5% акций чешской телекоммуникационной компании Cesky Telekom, a.s	Международная	Чешская Республика	716
7	Группа инвесторов приобрела 10% акций российского экспортера электроэнергии "Интер РАО "ЕЭС"	Информация не раскрыта	Россия	700
8	Швейцарская компания Motor-Columbus AG приобрела чешскую фирму NRG Inc, специализирующуюся в области реализации энергоустановок и электроэнергии, а также ее различные активы в Центральной и Восточной Европе	Швейцария	Чешская Республика	521
9	Российская нефтехимическая группа "ЛУКОЙЛ" приобрела 100% акций российской нефтегазодобывающей компании ОАО "ПФПГ-Энерджи"	Россия	Россия	398
10	Чешская фирма по управлению недвижимостью Osinek AS приобрела 51% акций CEPS AS, чешской фирмы по эксплуатации трубопроводов	Чешская Республика	Чешская Республика	387
11	Венгерская нефтехимическая и газодобывающая фирма MOL приобрела 33.8% акций словацкой нефтехимической производственной компании Slovnaft AS	Венгрия	Словакия	352
12	Международная инвестиционная группа AIG приобрела венгерского телекоммуникационного оператора Vivendi Telecom Hungary Rt	Международная	Венгрия	340
13	Российская "Трубная металлургическая компания" (ТМК) приобрела дополнительно 34% акций производителя труб "Группы МДМ", увеличив свое участие в акционерном капитале до 67%	Россия	Россия	300

Продолжение Таблицы 7

Место	Описание сделки	Страна-инвестор	Страна-объект	Примерная стоимость (млн долл. США)
14	Швейцарская холдинговая компания Credit Suisse Group приобрела принадлежащую KPN долю (6.5%) чешской телекоммуникационной компании Cesky Telecom	Швейцария	Чешская Республика	268
15	Российская компания "Голден Телеком" приобрела российского телекоммуникационного оператора ОАО "Коминком"	Россия	Россия	184
16	Российская нефтехимическая группа "ЛУКОЙЛ" приобрела 81% акций российской нефте- и титанодобывающей компании "Ярег Ойл энд Титаниум Ко."	Россия	Россия	180
17	Итальянская компания Unicredito Italiano SpA приобрела 85% акций чешского коммерческого банка Zivnostenska Banka	Италия	Чешская Республика	171
18	Польский оператор медиа-бизнеса International Trading and Investments Holdings - ITI Holdings SA приобрела 30% акций польской телевизионной станции TVN Sp z oo	Польша	Польша	148
19	Группа международных инвесторов приобрела 3.3% акций польского коммерческого банка Bank Pekao SA - Bank Polska Kasa Opieki SA	Международная	Польша	146
20	Австрийская компания Wiener Staedtsche Allgemeine Versicherung AG, поставщик услуг по страхованию, приобрела чешскую компанию по страхованию ущерба Pojistovna Ceske Sportelny a.s	Австрия	Чешская Республика	140

Источник: PricewaterhouseCoopers

Таблица 8. Отраслевое распределение международных сделок слияний и поглощений в 2004 г.

Компания	Доля, %	Оценка суммы сделки, \$ млн.	Отрасль
Юганскнефтегаз	100	9 350	Нефть и газ
Лукойл	7.6	1 988	Нефть и газ
Михайловский ГОК	97	1 650	Добыча руды
ММК	16.5	870	Металлургия
Новатэк	25+ 1 акция	850	Нефть и газ
ММК	17.8	790	Металлургия
РАО «ЕЭС России»	5.3	685	Энергетика
Sun Interbrew	34	650	Пищевая
Связьинвест	25	625	Телекоммуникации
Gold Fields (ЮАР)	20	1 170	Добыча золота
Queensland (Австралия)	20	400	Производство глинозема
Corus (Великобритания)	13.4	300	Металлургия
795 АЗС (США)	-	296	Нефть и газ

Источник: Ernst & Young

Таблица 9. Отраслевое распределение международных сделок слияний и поглощений в 2004 г.

Отрасль	Суммарная стоимость сделок, млрд. долл.	%
Финансовый сектор	162.5	20.1%
СМИ	140.5	17.4%
Здравоохранение	110.4	13.6%
Недвижимость	87.7	10.8%
Энергетика	68.8	8.5%
Розничная торговля	50.6	6.3%
Потребительские товары	30.3	3.7%
Высокие технологии	28.3	3.5%
Химия	14.8	1.8%
Горная промышленность	14.5	1.8%
Лесная промышленность	9.7	1.2%
Автостроение	8.7	1.1%
Транспорт	5.6	0.7%
Аэрокосмический сектор/ Оборона	3.3	0.4%

Источник: Dealogic

Таблица 10. Рейтинг ведущих инвестиционных банков

Место	Наименование банка	Размер комиссионных, млн. долл.
1	Goldman Sachs	2188.09
2	Morgan Stanley	2112.75
3	Citigroup	2010.73
4	JP Morgan Chase	1640.50
5	Merrill Lynch	1555.30
6	Credit Suisse First Boston	1374.66
7	UBS	1291.21
8	Deutsche Bank	1162.12
9	Lehman Brothers	1041.63
10	Bank of America	572.70
11	RBC Capital Markets	397.83
12	Nomura Securities	369.93
13	Daiwa Securities	334.97
14	HSBC	328.78
15	Lazard	325.78

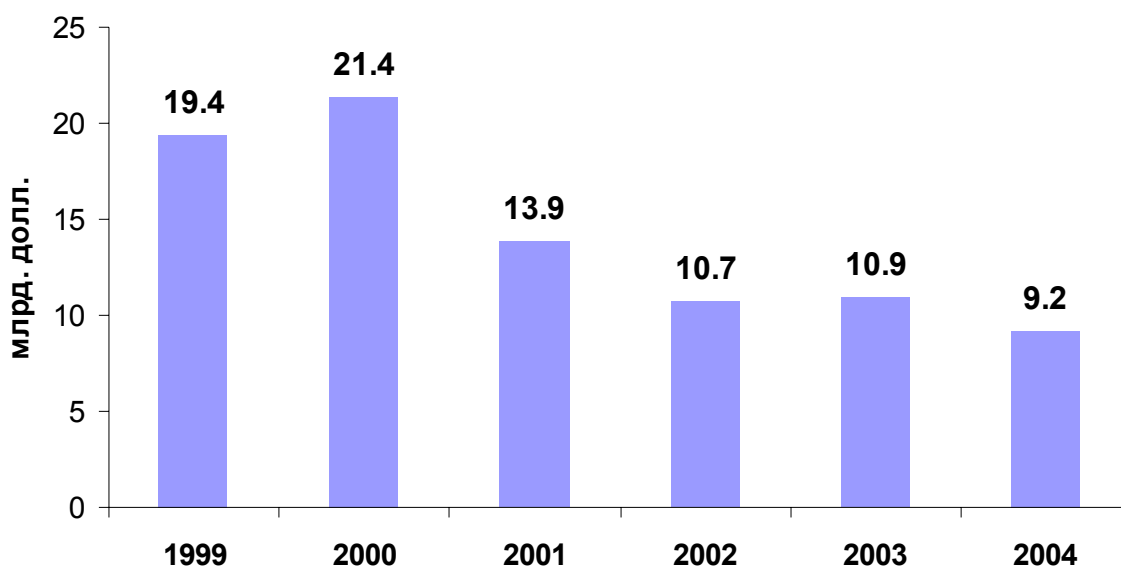
Источник: Bloomberg

Таблица 11. Комиссионные, заработанные ведущими банками на сделках M&A в 2004 году

Место	Наименование банка	Размер комиссионных, млн. долл.
1	Goldman Sachs	956.90
2	Morgan Stanley	834.50
3	JP Morgan Chase	736.38
4	Citigroup	726.90
5	Merrill Lynch	537.06
6	UBS	451.54
7	Credit Suisse First Boston	430.62
8	Deutsche Bank	428.50
9	Lehman Brothers	427.31
10	Lazard	319.06

Источник: Thomson Financial

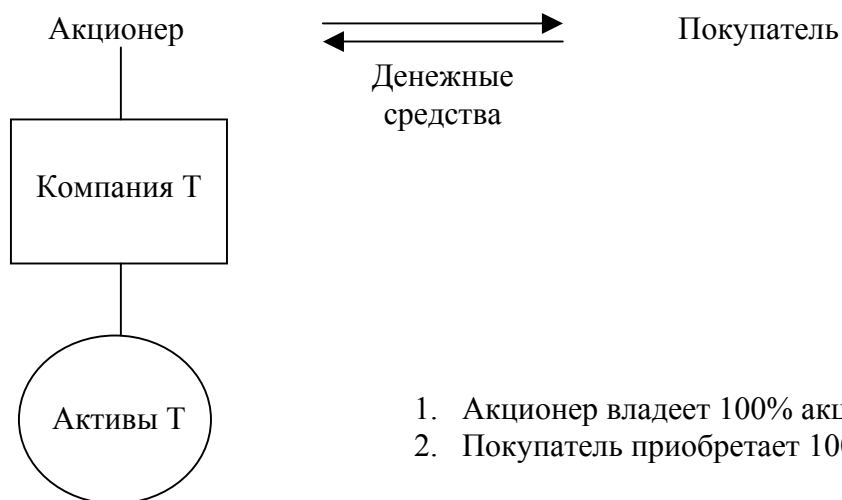
Рисунок 24. Суммарные полученные банками комиссионные при сделках M&A



Источник: UBS

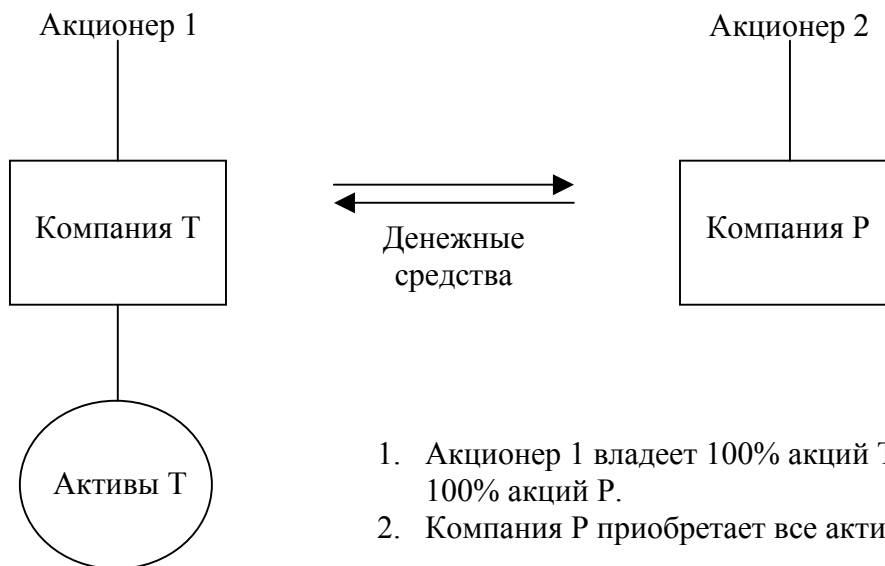
Приложение 2: Основные схемы налогового планирования при структурировании сделок слияний и поглощений

Приобретение акций



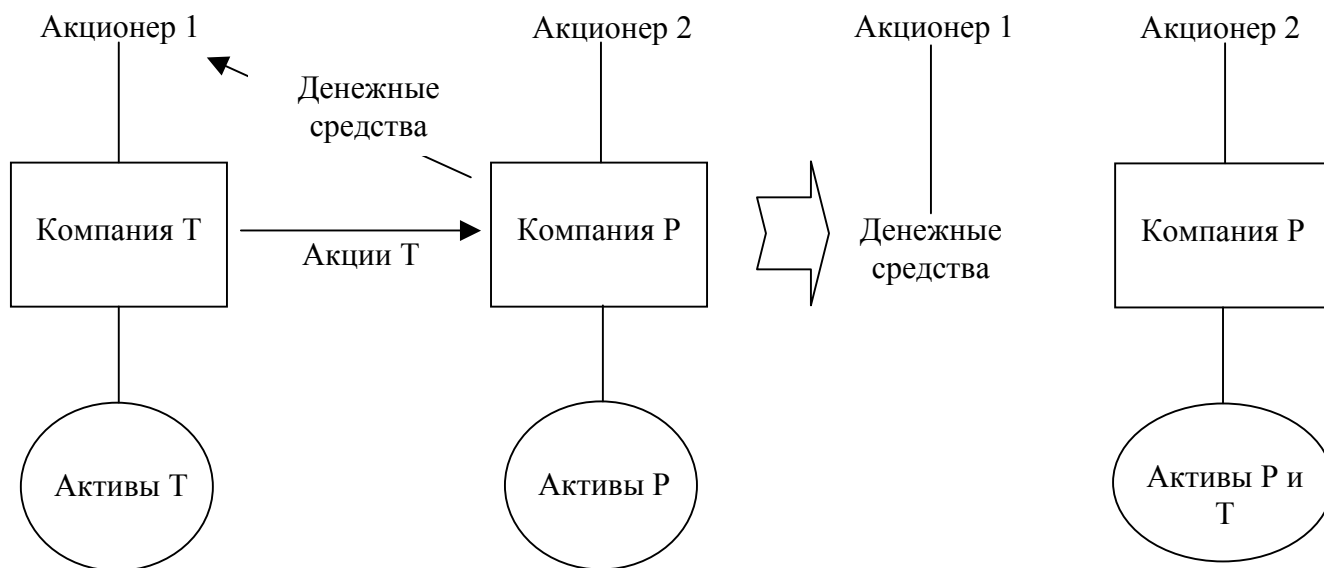
1. Акционер владеет 100% акций Т.
2. Покупатель приобретает 100% акций Т за наличные.

Приобретение активов



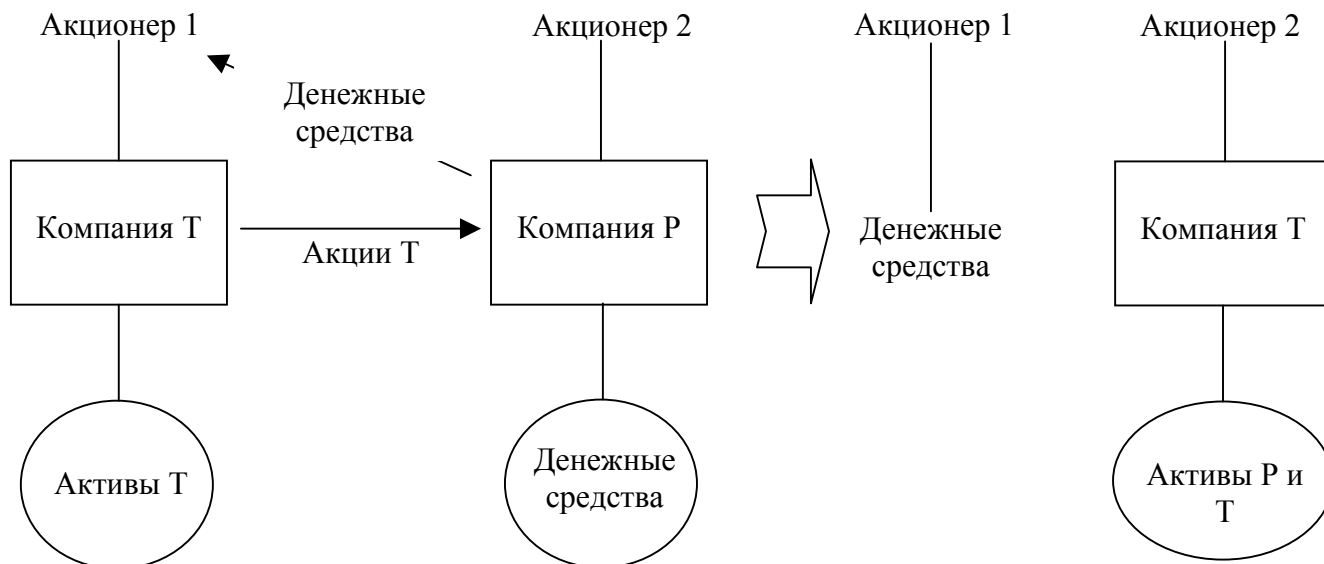
1. Акционер 1 владеет 100% акций Т; Акционер 2 владеет 100% акций Р.
2. Компания Р приобретает все активы Т за наличные.

Налогооблагаемое форвардное слияние



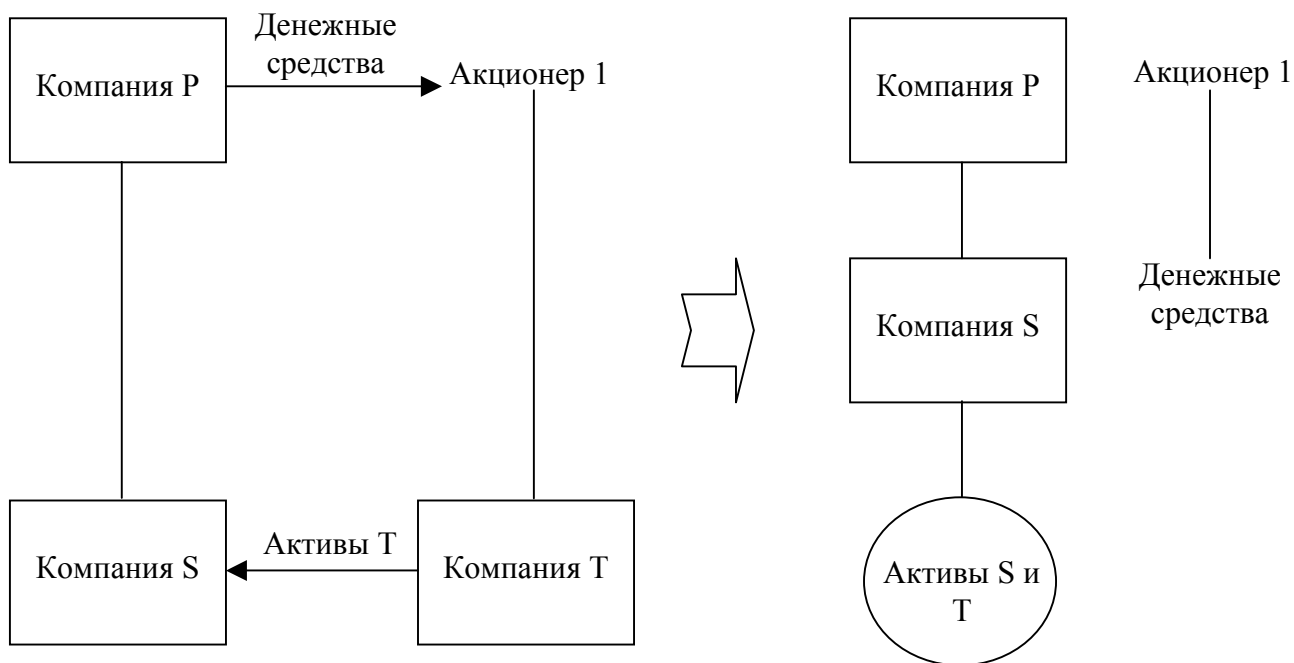
1. Акционер 1 владеет 100% акций Т; Акционер 2 владеет 100% акций Р.
2. Компания Т сливается с компанией Р; активы переводятся Р, акции Т погашаются, существование Т прекращается.
3. Р выплачивает денежные средства Акционеру 1.

Налогооблагаемое обратное слияние



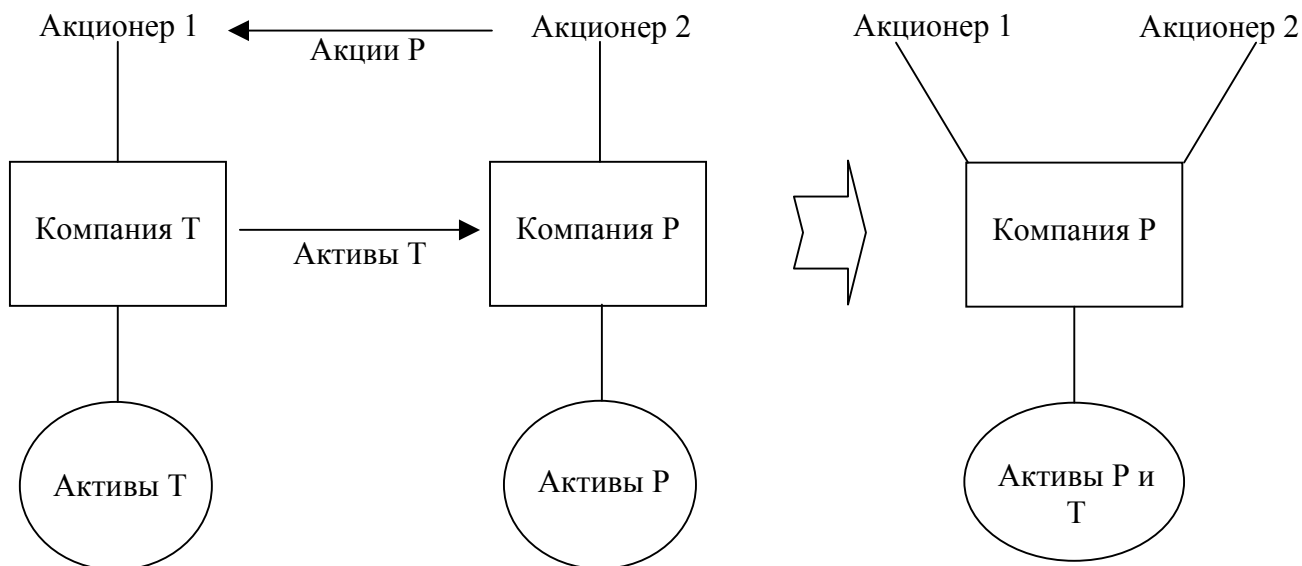
1. Акционер 1 владеет 100% акций Т; Акционер 2 владеет 100% акций Р.
2. Компания Р сливается с компанией Т, акции Р погашаются, существование Р прекращается.
3. По условиям соглашения о слиянии Акционер 1 получает деньги Р, а Акционер 2 получает акции Т.

Налогооблагаемое форвардное слияние с дочерней компанией



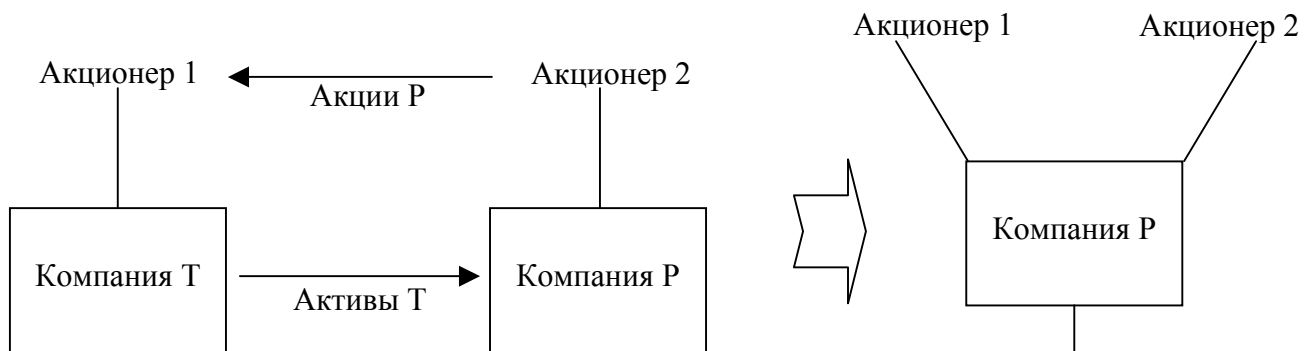
1. Компания Р владеет 100% акций S; Акционер 1 владеет 100% акций Т.
2. Т сливается с S по условиям соглашения о слиянии, активы Т переводятся Р, акции Т погашаются, и Р переводит денежные средства Акционеру 1.

Безналоговое форвардное слияние (реорганизация)



1. Акционер 1 владеет 100% акций Т; Акционер 2 владеет 100% акций Р.
2. Т сливается с Р: активы Т переводятся Р и акции Т погашаются.
3. Акционер 2 переводит часть акций Р для Акционера 1.

Поглощение активов в обмен на голосующие акции



1. Акционер 1 владеет 100% акций Т.
2. Акционер 2 владеет 100% акций Р.
3. Т переводит активы Р.
4. Акционер 2 переводит часть акций Р для Акционера 1, а Т ликвидируется.

Источник: Deloitte

Приложение 3: Расчеты по оценке синергетического эффекта

Таблица 12. Прогноз отчета о прибылях и убытках компании А

	Год					
	0	1	2	3	4	5
Выручка в текущем году	1000	1150	1323	1521	1749	2011
Операционные расходы	700	805	926	1065	1224	1408
Операционная прибыль	300	345	397	456	525	603
Процентные расходы	100	115	132	152	175	201
ЕВТ	200	230	265	304	350	402
Налог на прибыль	48	55	63	73	84	97
Прибыль после налогов	152	175	201	231	266	306
Амортизация	50	58	66	76	87	101
Капитальные расходы	75	86	99	114	131	151
Оборотный капитал	6.52	7	9	10	11	13
Чистый денежный поток	120.48	138.55	159.33	183.23	210.72	242.32
Прогнозные темпы роста						
5-летние темпы роста	15%					

Таблица 13. Прогноз отчета о прибылях и убытках компании Б

	Год					
	0	1	2	3	4	5
Выручка в текущем году	800	960	1152	1382	1659	1991
Операционные расходы	600	720	864	1037	1244	1493
Операционная прибыль	200	240	288	346	415	498
Процентные расходы	100	120	144	173	207	249
ЕВТ	100	120	144	173	207	249
Налог на прибыль	24	29	35	41	50	60
Прибыль после налогов	76	91	109	131	158	189
Амортизация	75	90	108	130	156	187
Капитальные расходы	100	120	144	173	207	249
Оборотный капитал	6.67	8	10	12	14	17
Чистый денежный поток	44.33	53.20	63.84	76.61	91.93	110.32
Прогнозные темпы роста						
5-летние темпы роста	20%					

Таблица 14. Прогноз отчета о прибылях и убытках объединенной компании с учетом синергии

	Год				
	1	2	3	4	5
Выручка в текущем году	2160	2592	3110	3732	4479
Операционные расходы	1560	1872	2246	2696	3235
Операционная прибыль	600	720	864	1037	1244
Процентные расходы	240	288	346	415	498
ЕВТ	360	432	518	622	746
Налог на прибыль	86	104	124	149	179
Прибыль после налогов	274	328	394	473	567
Амортизация	150	180	216	259	311
Капитальные расходы	210	252	302	363	435
Оборотный капитал	18	22	26	31	37
Чистый денежный поток	195.60	234.72	281.66	338.00	405.60
Прогнозные темпы роста					
5-летние темпы роста					20%