

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Федеральное государственное бюджетное
образовательное учреждение высшего образования
«ПЕРМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

О. В. Тютык

КОРПОРАТИВНЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

РЫНОК КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ: СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ КОМПАНИЙ

*Допущено методическим советом
Пермского государственного национального
исследовательского университета в качестве
учебного пособия для студентов, обучающихся
по направлениям подготовки бакалавров
«Экономика», «Менеджмент», «Управление персоналом»*



Пермь 2019

УДК 338.242
ББК 65.050
Т986

Тютык О. В.

Т986 Корпоративный менеджмент. Рынок корпоративного контроля: слияния и поглощения компаний [Электронный ресурс]: учеб. пособие / О. В. Тютык; Перм. гос. нац. исслед. ун-т. – Пермь, 2019. – 2,91 Мб; 121 с. – Режим доступа: <http://www.psu.ru/files/docs/science/books/uchebnie-posobiya/tyutyk-korporativnyj-menedzhment.pdf>. – Загл. с экрана.

ISBN 978-5-7944-3299-2

Пособие разработано на основе требований Федерального государственного образовательного стандарта высшего профессионального образования по направлениям подготовки 38.03.01 «Экономика», 38.03.02 «Менеджмент», 38.03.03 «Управление персоналом» (квалификация бакалавр) и рекомендаций Учебно-методического объединения вузов России по образованию в области менеджмента для использования студентами в рамках изучения дисциплины «Корпоративный менеджмент».

Настоящее издание продолжает освящение вопросов корпоративного менеджмента и посвящено исследованию проблемам теории и практики поведения корпораций на рынке корпоративного контроля.

Издание предназначено для студентов экономического факультета ПГНИУ по направлениям подготовки 38.03.01 «Экономика», 38.03.02 «Менеджмент, 38.03.03 «Управление персоналом» (квалификация бакалавр) всех форм обучения.

УДК 338.242
ББК 65.050

*Издается по решению ученого совета экономического факультета
Пермского государственного национального исследовательского университета*

Рецензенты: Пермский филиал ФГБУ науки Института экономики УрО РАН
(директор д.э.н., проф. **А. Н. Пыткин**),
директор ООО «Ирень» (группа компаний «Ирень»)
М. И. Шаравьева

ISBN 978-5-7944-3299-2

© ПГНИУ, 2019
© Тютык О.В., 2019

Содержание

Введение	4
Тема 1. Слияния и поглощения компаний: понятие, формы, мотивы.....	5
Тема 2. Теоретическое обоснование сделок слияния и поглощения компаний. Международный опыт и российская практика	24
Тема 3. Процесс подготовки и реализации сделок на рынке корпоративного контроля.....	51
Тема 4. Методы осуществления и способы финансирования сделок по слиянию и поглощению компаний	65
Тема 5. Основные направления нормативно-правового регулирования процессов слияния и поглощения компаний	89
Тема 6. Корпоративные конфликты: природа, сущность, тактика поведения .	100
Вопросы для самоконтроля	116
Библиографический список.....	118

Введение

Современный этап экономического развития показывает, что одним из ключевых факторов успеха компании является построение эффективной системы корпоративного управления. Более того, в развитых экономиках корпоративное управление рассматривается как инструмент снижения инвестиционных рисков в волатильной среде, а, следовательно, как ключевой фактор устойчивого развития. Таким образом, чтобы удержать глобальное конкурентное преимущество, наращивание темпов и масштабов производства, повышение качества производимой продукции и предоставляемых услуг требуются новые методы и инструменты корпоративного менеджмента.

Учебное пособие «Корпоративный менеджмент. Рынок корпоративного контроля: слияния и поглощения компаний» является логическим продолжением учебного пособия «Корпоративный менеджмент», которые разработаны для сопровождения учебного курса «Корпоративный менеджмент».

Учебное пособие «Корпоративный менеджмент» было посвящено общим вопросам современной теории и практики деятельности корпораций: философии и теории корпоративного менеджмента, его эволюции, базовым моделям корпоративного управления в мировой практике и особенностям становления российской модели. В учебном пособии «Корпоративный менеджмент. Рынок корпоративного контроля: слияния и поглощения компаний» раскрываются вопросы деятельности компаний на рынке корпоративного контроля: формы и мотивы слияний и поглощений, содержание этих процессов и структурирование данных сделок, финансовый аспект корпоративных интеграций, их правовое регулирование, а также причины и последствия корпоративных конфликтов.

Учебное пособие «Корпоративный менеджмент. Рынок корпоративного контроля: слияния и поглощения компаний» представляет собой сборник материалов для лекционных и практических занятий по первостепенным вопросам теории и практики поведения компаний на рынке корпоративного контроля. Такие занятия будут полезны студентам для понимания роли корпоративного менеджмента в достижении целей эффективного и развития корпораций.

Пособие содержит 6 тем, каждая лекционная часть завершается резюме, далее следует цикл вопросов для повторения темы и практические задания. В конце пособия приведены вопросы для самоконтроля и библиографический список.

Издание предназначено для студентов экономического факультета ПГНИУ, обучающихся по направлениям подготовки 38.03.01 «Экономика», 38.03.02 «Менеджмент», 38.03.03 «Управление персоналом» (квалификация бакалавр) всех форм обучения.

Тема 1. Слияния и поглощения компаний: понятие, формы, мотивы

1. Слияния и поглощения как внешние инвестиционные возможности компаний.
2. Основные формы интеграции. Классификация сделок по слияниям и поглощениям.
3. Мотивы проведения сделок слияния и поглощения.

Слияния и поглощения как внешние инвестиционные возможности компаний.

Слияния и поглощения – это актуальный динамичный тренд в развитии современных корпораций. Основная причина стремительного возрастания этой тенденции – конкуренция, которая вынуждает предприятия активно искать инвестиционные возможности, эффективно использовать все имеющиеся ресурсы, оптимизировать издержки. Расширяя свои возможности, компании создают стратегии диверсификации и реструктуризации. С данной точки зрения, сделки в сфере корпоративного контроля являются естественной реакцией на изменение рынков.

Слияния и поглощения расширяют горизонты современных компаний. Существует два основных типа инвестиционных возможностей: внутренний и внешний. Внутренние инвестиции могут быть получены за счет реорганизации или вложений в саму компанию, внешние инвестиции связаны с приобретением новых активов или с ее включением в новые проекты. Компаниям следует рассматривать еще один круг возможностей, предполагающий взаимодействие с другими игроками рынка, и самим постоянно искать такие возможности, сопоставляя потенциал внутреннего роста и слияний.

Мировой опыт показывает, что число сделок по слияниям и поглощениям растет, но зачастую они не дают желаемого эффекта и не создают добавленную стоимость для собственников поглощающей компании, хотя проходят в условиях длительного и затратного процесса переговоров по юридическим и финансовым вопросам.

Возникает вопрос, почему сделки слияния и поглощения остаются востребованными, если огромная доля таких альянсов терпит неудачу с точки зрения экономики? Факты показывают, что отсутствие гарантированной выгоды и низкая вероятность успеха не служат препятствием для осуществления сделок по слияниям и поглощениям компаний.

Слияния и поглощения возникают на определенном этапе стабилизации экономического положения стран и регионов. Зарубежная практика свидетельствует о том, что такая реорганизация предприятий является характеристикой усиления конкурентоспособности экономики, и при этом ее объемы коррелируют с общим состоянием экономической среды. Слияния и поглощения становятся все более важным инструментом для перераспределения ресурсов в мировой экономике и для реализации корпоративных стратегий. На современном этапе быстро формируется разветвленная инфраструктура, облегчающая проведение таких сделок. Ее

образуют многочисленные инвестиционные банки, юридические и финансовые консультанты, посредники, частные инвесторы и исследовательские фирмы.

Слияния и поглощения представляют собой вариант интеграции бизнеса, обеспечивающий контроль над компанией, т.е. возможность определять ее стратегические и текущие задачи в сферах производства, инвестиций, сбыта и других видов деятельности корпорации для достижения целей, поставленных собственниками. Контроль над компанией обеспечивается путем приобретения инвестором права собственности на значимую долю активов в акционерном капитале предприятия, что и создает совокупность экономических и юридических прав, необходимых для управления бизнесом [2].

До сих пор нет единого мнения относительно полезности и эффективности слияний и поглощений корпораций. Слияние может пойти на пользу акционерам приобретающей и приобретаемой компании, но оказаться неэффективным для экономики в целом, если ведет к образованию монополии, ущемляющей интересы потребителей, либо если сделка проведена с нарушением принципа незыблемости частной собственности. С другой стороны, изменения могут привести к улучшению качества продукции и снижению ее цены, а экономика в целом становится более жизнеспособной, открываются новые предпринимательские возможности и рабочие места.

Что понимается под словосочетанием «слияния и поглощения»? В современной литературе подобная деятельность называется единым термином – слияния, или – в английской версии – M&A, Mergers&Acquisitions¹.

В широком смысле под *слиянием* понимается процесс, в ходе которого из нескольких компаний образуется одна. Однако юридическая наука и бухгалтерский учет требуют дробления данной категории на два отдельных компонента – слияние и поглощение. Различия этих двух понятий можно охарактеризовать следующим образом.

В результате слияния несколько компаний объединяются в одну. При этом, как правило, существует одна приобретающая компания, выступающая инициатором подобной сделки и обладающая более мощным экономическим потенциалом. Отличительной чертой сделки слияния компаний является то, что акционеры приобретаемой компании после объединения сохраняют свои права на акции, но уже новой, объединенной корпорации.

Процедуру *поглощения* отличает то, что приобретающая компания выкупает у акционеров приобретаемой (поглощаемой) компании все или большую часть акций. Таким образом, акционеры поглощаемой компании теряют свои права на долю в капитале новой объединенной компании.

Таким образом, слияния и поглощения представляют собой процедуру смены собственника или изменения структуры собственности компании, являясь конечным звеном в системе мер по ее реструктуризации.

Слияния и поглощения предполагают не только объединение хозяйствующих субъектов, но и выделение в них новых структурных

¹ Здесь и далее данные термины будут рассматриваться как синонимы.

подразделений. Исходя из этого, следует различать два понятия – расширение бизнеса (интеграция) и выделение бизнеса (дезинтеграция).

Существует несколько подходов к пониманию слияний, и терминология в данном случае отличается неточностью. Термины «поглощение», «объединение», «приобретение» часто пересекаются и могут использоваться как синонимы, хотя их смысл различен. В настоящей работе будем руководствоваться подходом к трактовке этих понятий, представленным на рис. 1.

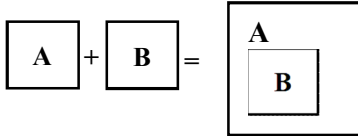
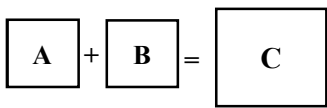
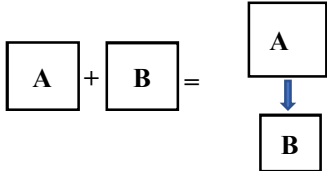
<p>Поглощение (merger)</p>		<p>A – поглощающая компания (acquiring) B – поглощаемая компания (acquired)</p>
<p>Объединение (consolidation)</p>		<p>C – объединенная компания</p>
<p>Приобретение (acquisition)</p>		<p>A – материнская компания (parent) B – дочерняя компания (subsidiary)</p>

Рис.1. Содержание терминов «поглощение», «объединение», «приобретение»

В экономической литературе приняты следующие понятия.

Поглощение – это сделка, совершаемая с целью установления 100% контроля основного общества над хозяйствующим обществом и осуществляемая путём приобретения более 30 % уставного капитала (акций, долей) поглощаемой компании с последующим присоединением поглощаемой компании к основному обществу.

Объединение – это соединение отдельных компаний в единую экономическую единицу либо на равных условиях, либо в результате того, что одна компания получает контроль над активами и операциями другой компании.

Приобретение – покупка акций компании на свободном рынке, либо с помощью предложения о покупке².

Следует отметить, что активность на рынке M&A выходит далеко за рамки обычных слияний и поглощений. В современном понимании данный рынок включает также обособление или распродажу активов, когда компания выделяет часть своих бизнес-единиц в самостоятельные корпорации; разного рода реорганизации, когда компания перестраивает свою структуру капитала, чтобы изменить мотивацию менеджеров; выкупы компаний открытого типа группами частных инвесторов (рис. 2) [5].

² Речь идет о предложении одной компании купить контрольный пакет акций другой компании.



Рис. 2. Направления сделок М&А

Объединение компаний является важным этапом в их развитии, но не менее важен и момент отчуждения активов – производственных линий, подразделений, дочерних компаний. В случае дивести́рования компания продает часть своих активов, при этом никакой новой корпорации не возникает.

Материнская компания может принять решение о дивести́ровании из-за того, что отчуждаемые активы не обеспечивают нужной для нее доходности. Причины могут быть различными: неэффективность руководства, потеря (отсутствие) синергетического эффекта, уменьшение (отсутствие) перспектив роста и т.д. Тем не менее возможны ситуации, когда компания передает часть прибыльных производств. Как правило, это может быть связано с необходимостью погашения дорогого кредита или получения денег для скупки собственных акций. Речь также может идти о сокращении производства или об отказе от производства некоторых видов продукции.

Добровольные разделения предприятий, как и объединения, должны быть оценены с позиций прироста благосостояния акционеров. В частности, Альбертс и МакТаггарт (Alberts and McTaggart, 1979) определили, что в случае продажи части компании необходимо знать три параметра:

- 1) величину дополнительного дохода;
- 2) направления его расходования;
- 3) изменение стохастических характеристик потока доходов в результате продажи части активов.

Авторы высказали идею, что анализ должен учитывать текущую и будущую прибыльность продаж, а также другие возможности компании. Они предложили критерий прибыльности, вычисляемый как разность между прибыльностью активов подразделения и издержек по этому подразделению. В случае продажи чистые поступления равны стоимости продаваемого подразделения за вычетом текущих пассивов по нему и пропорциональной части долгосрочного долга. Следует также учитывать налоги, а именно сопоставить доход от реинвестирования средств, вырученных от продажи, и соответствующие налоговые последствия с безналоговым обменом и отсутствием какого-либо дохода по данной сделке.

Блумштейн (Blumstein, 1983) считает, что выделение «жемчужины из короны корпорации» может быть способом повышения цены акций материнской компании. Наделив новое подразделение диверсифицированной компании статусом публичной корпорации и выделив часть акций, материнская компания может достичь повышения цены собственных акций и при этом не утратить налоговых и отчетных выгод, которые способно дать это подразделение. Выгоды такого рода финансовой стратегии могут быть краткосрочными и долгосрочными. Издержки включают транзакционные расходы и косвенные издержки, связанные с деятельностью совета директоров

нового подразделения, а также раскрытием информации по этому подразделению.

В теории корпоративного управления до настоящего момента сохраняются различные толкования интеграционных процессов, происходящих на рынке корпоративного контроля. В основу их систематизации положены три критерия [11]:

- 1) степень приобретаемого контроля;
- 2) возможность принятия менеджментом решения об интеграции;
- 3) возможность участия в сделке более двух лиц.

Классификация сделок на рынке корпоративного контроля представлена на рис. 3.



Рис. 3. Виды корпоративных интеграций

Слияние – это объединение двух и более хозяйствующих субъектов на основе взаимных договоренностей между руководством и при одобрении этой процедуры акционерами обеих компаний, в результате чего создается новая бизнес-единица. При рассмотрении процессов слияния речь идет о появлении нового участника рынка (нового юридического лица).

Следует различать слияние форм и слияние активов.

Слияние форм – это объединение, при котором слившиеся компании прекращают свое существование в качестве автономных юридических лиц, а вновь созданная путем слияния компания берет под свой контроль и управление все активы и обязательства компаний, принявших участие в слиянии.

Не стоит путать процесс слияния форм с процессом присоединения, при котором происходит переименование укрупненной компании.

Слияние активов – это объединение компаний, при котором собственники компаний передают исключительные права контроля над своими компаниями создаваемой компании в качестве вклада в уставный капитал, при этом деятельность этих компаний сохраняется.

Для слияния активов характерно осуществление процесса объединения на базе вновь организуемой компании с передачей собственниками компаний-участниц в качестве вклада в уставный капитал прав контроля над своими компаниями и сохранением деятельности и организационно-правовой формы последних. Это один из вариантов создания компании, но вкладом в данном случае могут быть исключительно права контроля над компанией.

Необходимо обратить внимание на факт отсутствия равноправных по своей сути слияний. В каждом конкретном случае речь изначально идет об объединении активов, различных по составу и рыночной стоимости, и, соответственно, о различной степени приобретаемого контроля. Как правило, один из участников сделки обладает доминирующим положением (в рамках процесса слияния) в силу владения им активами большей стоимости. С целью установления паритета участников сделки слияния следующим этапом при слиянии является процесс консолидации, с помощью которого участники сделки доводят состояние до паритета.

Под *приобретением* понимается процесс приобретения прав корпоративного контроля в одностороннем порядке и в рамках существующих организационно-правовых форм.

При *полном приобретении* происходит принятие прав единственного участника уставного капитала и полный контроль с сохранением юридической самостоятельности приобретаемой компании. Число юридических лиц при этом не изменяется.

Частичное приобретение характеризуется принятием части прав на участие в уставном капитале, и, тем самым, частичного контроля через участие в совете директоров. Число участников в результате сделки не изменяется.

Формы частичного приобретения могут осуществляться независимо друг от друга, а могут быть промежуточным этапом процесса более высокого порядка (с точки зрения степени приобретаемого контроля).

Отличительной особенностью частичного приобретения является непостоянство степени корпоративного контроля. Здесь имеется в виду не только смена владельцев в результате сделки купли-продажи акций, но и снижение степени контроля в результате увеличения уставного капитала компании, например, путем проведения дополнительной эмиссии акций.

Основные формы интеграции. Классификация сделок по слияниям и поглощениям

Существует три основных формы слияний и поглощений:

- 1) горизонтальные;
- 2) вертикальные;
- 3) конгломератные.

Горизонтальная интеграция (horizontal merger) – это объединение двух и более компаний, которые до интеграции выполняли сходные функции в сфере производства и сбыта товаров и услуг, являясь конкурентами.

Горизонтальные слияния и поглощения предполагают объединение компаний, функционирующих и конкурирующих в одной области деятельности. Такой тип слияний обеспечивает достижение конкурентных преимуществ по сравнению с другими участниками данного конкретного сегмента рынка за счет экономии от масштаба производства и от наращивания капитала. В случае горизонтальных слияний источником экономии на масштабах производства являются «неделимые» издержки: расходы на труд, накладные расходы и расходы на оборудование, которые дают тем большую отдачу, чем на большее число единиц продукции они приходятся. Дополнительная экономия может быть получена за счет объединения исследовательских, маркетинговых, финансовых подразделений объединившихся компаний.

Вертикальная интеграция (vertical merger) – это объединение двух и более компаний, которые до интеграции имели отношения поставщика и покупателя.

Вертикальными слияниями называются объединения компаний, относящихся к разным стадиям одного производственного процесса. При этом слияние принимает форму «интеграции вперед», т.е. объединения с компанией, относящейся к следующей стадии производственного процесса, или «интеграции назад», т.е. объединения с компанией, представляющей предыдущий этап производственного процесса.

Данный тип слияния обеспечивает повышение технологической экономичности производства, снижение транзакционных издержек, участники таких вертикально интегрированных схем поставляют друг другу объект промежуточного производства по гораздо меньшим ценам или вообще бесплатно. Одним из факторов такого слияния является улучшение обмена информацией в пределах объединенной компании, что в итоге приводит к значительному снижению промежуточных затрат и в конечном счете совокупных затрат на производство конечной продукции.

Для вертикальной модели характерны следующие особенности:

- 1) замкнутый производственный цикл;
- 2) минимизация рисков;
- 3) снижение межсегментных затрат;
- 4) сокращение зависимости предприятия от внешней среды.

Конгломератная интеграция (conglomerate merger) – это такое объединение, в котором участвуют, как правило, несколько компаний из различных отраслей или географических регионов с целью диверсификации бизнеса.

Финансовая теория объясняет привлекательность конгломератов с помощью теории портфельных инвестиций. Эффект портфеля заключается в уменьшении изменчивости доходов в результате объединения слабо коррелирующих источников дохода [18].

Выгода может возникать в результате того, что компании-покупатели находят недооцененные активы и скупают их по рыночной или чуть более высокой цене, но дешевле, чем они стоят на самом деле. Кроме того, источником

выгоды может быть повышение кредитоспособности и – при прочих равных условиях – снижение стоимости капитала. В такой ситуации кредиторы расширяют пределы заимствований, следовательно, кредитоспособность объединенной компании возрастает.

Существует три разновидности конгломератных слияний:

1) слияние для расширения спектра продуктов – объединение компаний, производящих различную продукцию, обладающую схожими характеристиками, и способных расширить ассортимент выпускаемой продукции, тем самым значительно повысив конкурентные преимущества вновь образованной структуры;

2) слияние для географического расширения – объединение компаний, осуществляющих свою деятельность в различных регионах, которое позволяет значительно снизить уровень риска через географическую диверсификацию и расширить свое присутствие, тем самым создавая для объединенной компании дополнительный спрос на различных географических сегментах рынка;

3) собственно конгломератное слияние – объединение компаний из совершенно несвязанных и неродственных сфер производства и услуг, позволяющее сохранять стабильность и устойчивость объединенной компании за счет диверсификации рисков различных отраслей.

Помимо форм, теория корпоративного управления выделяет несколько видов корпоративных интеграций:

1) по национальной принадлежности:

- национальные – объединения компаний, находящихся в одном государстве;
- транснациональные – объединения компаний, находящихся в разных странах (транснациональные и мультинациональные корпорации);

2) по масштабу:

- местные – сделки в рамках одного территориального (муниципального) образования;
- региональные – сделки в рамках одного региона внутри государства;
- национальные – сделки в рамках одного государства;
- международные – сделки между компаниями различных государств;
- транснациональные – сделки, в которых каждый из участников работает больше чем в одной стране;

3) по стоимости сделки, т.е. в зависимости от цены приобретения прав:

- мегасделки – более 1 млрд. долл. США;
- крупные – от 500 млн. до 1 млрд. долл. США;
- средние – от 50 до 100 млн. долл. США;
- малые – от 1 до 10 млн. долл. США;
- мини-сделки – менее 1 млн. долл. США.

Мотивы проведения сделок слияния и поглощения

С экономической точки зрения стратегия слияний и поглощений выступает в качестве инструмента для обеспечения конкурентных преимуществ объединенной компании за счет укрупнения ее капитала и более эффективного и рационального использования ее возможностей на рынке. Существует несколько

целевых установок, характеризующих, в той или иной комбинации, экономическую целесообразность проведения сделок слияния и поглощения: операционные, финансовые, инвестиционные, стратегические и другие. Все они основаны на необходимости обеспечения интересов собственников. Однако в качестве основной причины осуществления интеграционных процессов выступает стремление компаний получить синергетический эффект: интегрированный бизнес создает большую ценность для акционеров, нежели каждое из его подразделений по отдельности. Для целей корпоративного управления рассматривают два основных вида синергии – операционную и финансовую (табл. 1).

Таблица 1

Основные теории, объясняющие мотивы проведения сделок слияния и поглощения компаний

Теория	Мотивация
ТЕОРИЯ ОПЕРАЦИОННОЙ СИНЕРГИИ	ПОВЫШЕНИЕ ОПЕРАЦИОННОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ
Эффект масштаба (объемов производства)	Повышение производственной эффективности через увеличение объемов производства в результате приобретения потребителей, поставщиков или конкурентов
ТЕОРИЯ ФИНАНСОВОЙ СИНЕРГИИ	СНИЖЕНИЕ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА
Диверсификация и повышение кредитоспособности	Позиционирование компании в высоко растущие сегменты рынка: <ul style="list-style-type: none"> – новые продукты – текущие рынки; – новые продукты – новые рынки; – текущие продукты – новые рынки
Стратегическая реорганизация	Сделки совершаются с целью более быстрой адаптации к изменениям внешней среды, чем это могло бы быть достигнуто за счет внутренних источников и резервов корпорации в результате: <ul style="list-style-type: none"> – НТП; – законодательные изменения; – политические трансформации
Гордыня менеджеров	Менеджеры поглощающих корпораций убеждены в том, что их оценка компании-цели более точна, нежели оценка рынка. Это обстоятельство заставляет их переплачивать за переоцененную синергию.
Скупка недооцененных активов (q-коэффициент Тобина)	Анализ инвестиционной привлекательности компании на основе аналитического коэффициента q-Тобина. Компании, заинтересованные в экспансии, выбирают для инвестирования объекты, рыночная стоимость которых ниже, чем восстановительная стоимость их активов
Устранение неэффективного управления (агентские проблемы)	Замена менеджеров, действующих не в интересах собственников
Менеджериализм	Увеличение размеров компании для повышения объема власти и вознаграждения менеджеров
Оптимизация налогообложения	Снижение налогооблагаемой базы, получение налоговых льгот, высвобождение дублирующих активов
Усиление рыночной власти	Увеличение подконтрольной доли рынка с целью установления цен выше конкурентного уровня
Переоценка стоимости компании	Переоценка инвесторами акционерного капитала компании-покупателя

Принято считать, что классическое объяснение целесообразности проведения слияний и поглощений кроется в синергетической теории слияний и поглощений. Речь идет о получении корпорацией-покупателем добавленной экономической стоимости, созданной в результате покупки корпорации-цели. Достаточно часто синергический эффект называют еще правилом « $2 + 2 = 5$ ». Суть синергического мотива заключается в том, что возникающая при слиянии новая корпорация может использовать широкий спектр преимуществ (синергий), появляющихся в результате объединения ресурсов этих корпораций [22].

Исходя из предположения о том, что главной целью корпорации является максимизация прибыли, следует анализировать слияния и поглощения в терминах увеличения производства и увеличения прибыли.

Эффект масштаба означает распределение постоянных затрат на возрастающий производственный объем. Речь идет в первую очередь об амортизации материальных и нематериальных активов, а также о расходах по кредитам, лизинговым и налоговым платежам и управленческих расходах. Кроме того, возникает экономия на административных расходах в случае объединения бухгалтерских, финансовых, маркетинговых, рекламных, исследовательских, сбытовых служб за счет создания единой управляющей компании, оставляющей объединяющимся предприятиям только функции производственных площадок.

Эффект объема предполагает использование специфического набора умений, или активов, в производстве отдельных видов продукции, когда комбинирование мультипродуктовых линий в одной корпорации более выгодно, нежели их раздельное производство на разных предприятиях.

Финансовая синергия отражает изменения в стоимости капитала интегрированной компании, происходящие в результате сделки слияния и поглощения. Стоимость капитала – это тот минимальный уровень доходности, который мог бы привлечь внимание инвесторов и кредиторов для покупки акций или предоставления займов [28].

Интеграция компании, которая имеет избыточный денежный поток с компанией, денежный поток которой недостаточен для финансирования инвестиционных проектов, может привести к снижению стоимости заимствований. Компания «зрелой» отрасли, которую отличает замедляющийся рост, может генерировать денежные потоки существенно превосходящие ее инвестиционные возможности. Другая компания, относящаяся к быстрорастущей отрасли, может испытывать нехватку финансовых ресурсов при обширных инвестиционных потребностях. Учитывая различный статус на рынке и уровень рисков таких компаний, интеграция данных фирм позволит снизить среднюю стоимость капитала.

Диверсификация и кредитоспособность

С одной стороны, усиление диверсификации является важным источником положительной синергии, за счет которой возможно существенно снизить стоимость капитала в результате сокращения общей рискованности операций. С другой стороны, диверсификация может способствовать

выведению ключевого продукта корпорации на новые рынки, имеющие более высокий потенциал роста. В табл. 2 отражены возможные направления диверсификации.

Таблица 2

Матрица «товар – рынок» И. Ансоффа³

Товар Рынок	<i>Существующий</i>	<i>Новый</i>
<i>Существующий</i>	Низкий рост Низкие риски <i>Стратегия проникновения</i>	Более высокий рост Более высокие риски <i>Стратегия развития продукта – относительная диверсификация</i>
<i>Новый</i>	Более высокий рост Более высокие риски <i>Стратегия развития рынка – относительная диверсификация</i>	Наиболее высокий рост Наиболее высокие риски <i>Стратегия диверсификации</i>

Таким образом, диверсификация:

- способствует стабилизации потока доходов компании в долгосрочном периоде;
- позволяет вывести часть капитала из отраслей, переживающих долговременный спад;
- способствует снижению транзакционных издержек, более эффективному использованию взаимодополняющих ресурсов и имеющихся производственных мощностей на различных стадиях производственного процесса.

Стратегическая реорганизация

Теория стратегической реорганизации предполагает, что слияния и поглощения могут выступать инструментом, который позволяет компании быстро адаптироваться к кардинальным изменениям во внешней среде. Прежде всего, это касается двух факторов – технологических изменений и нормативно-правового регулирования. Именно они за последние 30 лет выступили главной угрозой, либо источником роста для корпораций [28].

Гордыня менеджеров, или «проклятие победителя»⁴

В соответствии с теорией гордыни, слияния и поглощения – это результат индивидуального решения менеджмента корпорации-покупателя. Даже в том случае, если слияние и не несет в себе никакого синергического эффекта, это решение все равно принимается, так как менеджмент считает, что именно его оценка стоимости верна, а рыночная оценка стоимости корпорации-цели не полностью отражает ее потенциал развития. Природа этой иррациональной веры кроется в чрезмерной самоуверенности менеджеров.

³ Ansoff's growth strategy matrix

⁴ С высокой степенью вероятности выигравшая сторона значительно переплачивает за актив (по сравнению с его истинной стоимостью).

При рассмотрении данной теории зачастую упоминается эффект «проклятия победителя». По своей сути он имеет отношение к любой финансовой сделке, в которой «кто-то» в конкурентной борьбе пытается купить «что-то», а истинная стоимость этого «чего-то» никому не известна наверняка. Однако наиболее ярко эффект проклятия победителя проявляет себя в области слияния и поглощения корпораций.

По мнению экспертов, большая часть всех проводимых слияний и поглощений никогда не выходит даже на точку самоокупаемости, процент неуспешных сделок достигает 80–90% [21].

Впервые данная точка зрения была высказана в 1986 г. профессором калифорнийского университета в Лос-Анджелесе Ричардом Роллом: большая часть всех слияний и поглощений есть не что иное, как эффект проклятия победителя в действии. Эта точка зрения на слияния и поглощения стала известна как теория гордыни (Hubris theory) [30].

Теория гордыни является попыткой объяснить, почему, несмотря на существование множества качественных исследований корпоративных слияний и поглощений, никто до сих пор полностью не понимает мотивов, стоящих за ними и условий, при которых эти слияния и поглощения увеличивают агрегированную рыночную стоимость корпорации. Используя данные, опубликованные в более чем сорока различных эмпирических работах, Ролл пришел к выводу, что на самом деле слияния и поглощения вообще не несут в себе синергий, а если и несут, то эти синергии практически всегда переоцениваются менеджерами, настроенными слишком оптимистично.

Ролл считает, что, по крайней мере частично, увеличение стоимости акций корпорации-цели в течение проведения поглощения объясняется вовсе не ожидаемыми синергиями от этого поглощения, а простым переходом денежных средств от корпорации-покупателя к корпорации-цели – премии поглощения. Для доказательства этого Ролл предлагает рассмотреть процесс, посредством которого инициируется и осуществляется большинство слияний и поглощений. Этот процесс, как правило, включает в себя три этапа:

1. Корпорация-покупатель определяет потенциальную корпорацию-цель.
2. Корпорация-покупатель проводит оценку истинной стоимости акций корпорации-цели. В большинстве случаев эта оценка сопровождается использованием инсайдерской информации о финансовом положении корпорации-цели. В ходе оценки корпорация-покупатель выявляет потенциальные синергии, уровень эффективности менеджмента корпорации-цели и т. п. Фактически основной целью оценки является выявление скрытого дисконта в рыночной стоимости корпорации-цели, т. е. определение того, насколько данная корпорация недооценена рынком.
3. Определенная на предыдущем этапе стоимость корпорации-цели сравнивается с ее рыночной стоимостью. Если оценочная стоимость корпорации ниже рыночной, то поглощение не проводится, в противном случае делается предложение о покупке корпорации и производится поглощение. Как правило, рыночную стоимость корпорации приходится корректировать на расходы, связанные с возможным наличием конкурентных тендерных

предложений и на ошибки в оценке, которые во многом связаны с неточностью или недостаточным объемом информации).

Ключевым элементом в серии этих событий является оценка истинной стоимости акций корпорации-цели, которые уже имеют четко определенную рыночную стоимость (если акции свободно обращаются на фондовом рынке). Именно эта рыночная стоимость и будет минимальной величиной тендера на покупку корпорации-цели, так как акционеры корпорации-цели, зная рыночную стоимость своей корпорации, никогда не согласятся на ее продажу по меньшей цене, какие бы расчеты и соображения не приводила корпорация-покупатель.

Почему же, если все слияния не создают стоимость, менеджеры корпораций-покупателей все же инициируют тендерные предложения на покупку? Из предыдущих рассуждений следует, что любой тендер, величина которого превышает рыночную стоимость корпорации-цели, является экономически необоснованным. Но это верно только в том случае, если предположить, что рыночные цены являются отражением рационального поведения инвесторов. Однако, рыночные цены – это всегда средние цены, которые могут не отражать поведение отдельных участников рынка. Есть данные, говорящие о том, что в условиях неопределенности инвесторы достаточно часто принимают иррациональные решения. Ролл считает, что именно к ним можно отнести решения о слияниях и поглощениях.

Скупка недооцененных активов

Данная теория объясняет, почему компании, заинтересованные в экспансии, выбирают для инвестирования объекты, рыночная стоимость которых ниже, чем восстановительная стоимость их активов (коэффициент Тобина <1). Компания может быть недооценена по разным причинам: неэффективный менеджмент, неполное использование потенциала, возможный покупатель может владеть внутренней информацией, которая позволит повысить стоимость активов.

Коэффициент Тобина (q-ratio) является одним из наиболее известных способов оценки инвестиционной привлекательности предприятия и рассчитывается как отношение рыночной капитализации компании к стоимости ее чистых активов⁵.

Достоинствами метода являются простота, надежность исходных данных и удобство использования в панельных исследованиях. В качестве недостатков метода можно выделить следующее:

- не учитывается большинство внешних факторов;
- наблюдается концептуальная противоречивость;
- прослеживается необходимость наличия развитого финансового рынка для получения результатов, соответствующих истинной ситуации.

Опыт исследований показывает, что фирмы с высоким значением коэффициента Тобина, как правило, являются успешными и обладают уникальными факторами производства или выпускают уникальные товары.

⁵ Коэффициент предложен американским экономистом, лауреатом Нобелевской премии Джеймсом Тобином.

Напротив, компании с низким значением коэффициента Тобина действуют в конкурентных / регулируемых отраслях и не полностью реализуют потенциал своего развития. На значения рассматриваемого коэффициента могут оказывать большое влияние существующие в данной компании методы оценки основных средств, производственных запасов. Метод эффективен в условиях развитого финансового рынка [3].

Таким образом, если стоимость приобретаемых чистых активов превышает рыночную оценку имущественного комплекса компании-цели, в ходе слияний и поглощений можно получить актив более высокой стоимости [20].

Устранение неэффективного управления (агентские проблемы)

Отношения между менеджерами и акционерами рассматриваются теорией агентских отношений (agency theory). Акционер, минимизируя свой риск, будет держать хорошо диверсифицированный портфель ценных бумаг. Такой инвестор не имеет особых стимулов для того, чтобы вникать в детали деятельности какой-то конкретной компании. Менеджер, напротив, в значительной степени связывает свое благополучие с компанией: его доходы находятся в прямой зависимости от ее прибыльности [18].

Агентская проблема возникает всегда, когда существует разница в интересах менеджмента и акционеров. В таком случае слияния и поглощения будут выступать инструментом разрешения конфликта «принципал – агент» и, как следствие, снижения агентских издержек.

Менеджмент преследует собственные интересы, а именно стремится увеличить размеры денежных потоков, которыми он может свободно распоряжаться для максимизации своих зарплат и бонусов и уменьшения риска увольнения за счет роста предприятия и источников финансирования [20].

Для собственников важны дивиденды и рост рыночной стоимости компании. Менеджеры подбирают «удобного» аудитора, выбирают объекты слияний и поглощений, корректируют исходящую информацию и определяют размер вознаграждений. Топ-менеджмент также стремится к осуществлению конгломератных слияний, что может приводить к неоптимальному расширению сферы деятельности и росту угрозы того, что компания впоследствии сама станет объектом для поглощения.

Менеджериализм

Данная теория утверждает, что менеджеры инициируют сделки слияния и поглощения, исходя из собственных эгоистических интересов (повышение собственного престижа, увеличение сфер влияния, вознаграждений).

Однако рыночная стоимость компании может снижаться из-за того, что менеджмент неспособен обеспечить достаточный уровень ее доходов. Нередко встречаются случаи, когда ликвидационная стоимость компании превышает текущую рыночную стоимость. В таком случае компания, приобретенная по цене, превышающей текущую рыночную стоимость, может быть продана по частям.

Оптимизация налогообложения

Особую значимость имеет оптимизация налогообложения компании в результате слияния и поглощения, в том числе за счет снижения налогооблагаемой базы и получения налоговых льгот при больших амортизационных отчислениях, а также при присоединении компании, имеющей право на налоговые льготы. Экономия на налогах может быть достигнута и за счет высвобождения дублирующих активов [5].

Однако некоторые эксперты, например Ч. Ли и Дж. Финнерти, предостерегают от реализации сделок слияния исключительно с целью оптимизации налогообложения: слияние должно осуществляться ради интересов дела, а не только для экономии на налогах (в последнем случае законность слияния может быть подвергнута сомнению), т.е. всегда должно быть убедительное бизнес-обоснование объединения [17].

Усиление рыночной власти

Слияния и поглощения выступают стратегическим инструментом увеличения масштабов бизнеса. Это дает возможность подавления конкурентов за счет объединения потенциала компаний и захвата большей доли рынка (или защиты своей доли рынка). Кроме того, при подобных слияниях, особенно горизонтального типа, решающую роль зачастую играет стремление компаний достичь монопольного положения. В данном случае становится возможным преодолеть ценовую конкуренцию. Крупные компании могут также получать дополнительные преимущества в конкурентной борьбе, поскольку в силу целого ряда социально-экономических причин государству может быть выгодно взаимодействие с данными корпорациями.

Переоценка стоимости компаний

В силу асимметрии и нехватки информации инвесторы могут недооценивать, либо переоценивать стоимость компании. Покупатели могут извлечь выгоду, приобретая недооцененные компании-цели за наличные по цене ниже их рыночной стоимости, либо с использованием ценных бумаг – в случае, если цена не превышает котировок. Переоцененные ценные бумаги позволяют покупателю приобретать компанию-цель посредством обмена акций и их дополнительной эмиссии, что снижает вероятность размывания активов собственников в объединенной компании.

Таким образом, слияния и поглощения – это актуальная, широко распространенная в мировой практике тенденция консолидации активов и концентрации производственной деятельности компаний. Подобная консолидация происходит по различным основаниям: либо на добровольной основе, с учетом интересов заинтересованных в объединении сторон, либо во враждебной форме, обусловленной ужесточением режима конкуренции. Тип слияний и поглощений зависит от ситуации на рынке, стратегии компаний и их ресурсного потенциала, а также от целевых установок подобных трансформаций. Количество проводимых сделок напрямую зависит от экономической ситуации: процентных ставок, инвестиционной активности, применяемого законодательства и др.

Резюме по теме 1

1. Одной из ключевых задач современного корпоративного управления является решение проблемы внешнего роста, что может происходить за счет внешней экспансии – приобретения новых компаний с целью повышения собственной производственной и финансовой эффективности.

2. Объединение корпораций означает формирование единой структуры собственности и управления.

3. До настоящего момента в теории и практике корпоративного управления сохраняется множественность подходов к трактовке понятий «слияние» и «поглощение». Термины «поглощение», «объединение», «приобретение» часто используются как синонимы, хотя их технический смысл различен.

4. Существует три основные формы слияний и поглощений: горизонтальные, вертикальные, конгломератные. Кроме того, в теории корпоративного управления выделяют несколько видов корпоративных интеграций по различным классификационным признакам.

5. В качестве основной причины интеграционных процессов корпораций выступает их стремление получить синергетический эффект: интегрированный бизнес создает большую ценность для акционеров, нежели каждый из них по отдельности. Для целей корпоративного управления рассматривают два основных вида синергии – операционную и финансовую.

6. Предполагается, что синергетический стоимостной эффект возникает, когда рыночная стоимость объединенной компании окажется выше суммы стоимостей слившихся компаний за счет осуществления более эффективного управления, либо за счет избавления от дублирующих функций в области менеджмента в объединенной компании, либо за счет укрупнения масштабов производства и экономии на издержках.

7. Важнейшим операционным мотивом слияний и поглощений является экономия на масштабе за счет увеличения объемов производства продукции и расширения ее ассортимента. Источником повышения эффективности может быть как один из факторов производства, так и оптимизация системы управления.

8. Финансовая синергия обеспечивает снижение стоимости капитала.

Вопросы для обсуждения по теме 1

1. Как вы думаете, почему до настоящего момента в теории и практике корпоративного управления сохраняется неоднозначность подходов к пониманию сделок слияния и поглощения, в том числе имеются различные трактовки терминов «поглощение», «объединение», «приобретение»?

2. Как бы вы оценили трудоемкость сделки слияния и поглощения предприятий с момента ее начала до момента завершения? Какие факторы могут влиять на длительность данного процесса?

3. Каковы основные мотивы собственников и менеджеров компаний при реализации сделок слияния и поглощения?

Ситуации для анализа по теме 1

1. Дуальные дискуссии по проблемам сделок на рынке корпоративного контроля

Дуальные дискуссии (дискуссии, проходящие между двумя оппонентами), предполагают работу в парах и перед аудиторией. Каждая дискуссия проводится по заданному плану, который включает:

- 1) преамбулу (краткое описание проблемной ситуации (корпоративной инициативы / проблемы);
- 2) тезис;
- 3) антитезис.

Участники занятия накануне самостоятельно готовят аргументы в защиту тезиса либо антитезиса. При подготовке к дуальным дискуссиям участники могут пользоваться всеми доступными источниками информации.

Каждая дискуссия в аудитории длится до 15 мин.

Дуальная дискуссия включает следующие этапы:

1. Выдвижение аргументов. Участники выступают по очереди, излагая аргументы в обоснование собственного суждения. Первым выступает участник, защищающий тезис. Время выступления каждого из оппонентов – до 2 мин.

2. Постановка вопросов. Участники по очереди задают друг другу вопросы. После ответа оппонента у того, кто задал вопрос, есть возможность комментария (краткого суждения). На серию вопросов одного оппонента дается до 2 мин.

3. Опровержения. На данном этапе каждому из участников дается возможность выступить с опровержением аргументации оппонента и подвести итог дискуссии. На каждое опровержение дается до 2 мин.

Во время дискуссии участникам дается по 1 мин. на подготовку к каждому следующему этапу. Тематика дискуссий представлена в табл. 3.

Таблица 3

Темы дуальных дискуссий
по сделкам на рынке корпоративного контроля

№ п/п	Тема	Тезис	Антитезис
1	Интеграция корпораций – современная и динамично развивающаяся тенденция на рынке корпоративного контроля	Интеграция корпораций позволяет получить совокупный синергетический эффект – как операционный, так и финансовый	Интеграция корпораций неизбежно ведет к концентрации и монополизации рынков, что неблагоприятно сказывается на общем состоянии экономики
2	Рейдерство – это форма недружественных поглощений	Рейдерство – это противоправное явление в рыночной экономике, поскольку нарушается фундаментальный принцип, на котором строится вся система корпоративного управления – принцип неприкосновенности прав частной собственности	Рейдеры – это «санитары леса», которые в условиях рыночной экономики дают возможность слабым и неуспешным компаниям быстрее уйти с рынка

№ п/п	Тема	Тезис	Антитезис
3	Конгломератные слияния – это одна из наиболее сложных и интересных форм интеграции	Одним из главных мотивов построения конгломератов является диверсификация, которая позволяет минимизировать риски	Наличие экономически не связанных между собой многочисленных компаний неизбежно приведет к потере их управляемости, а следовательно и утрате прибыльности
4	Эмпирический опыт показывает, что большая часть сделок слияния и поглощения не достигает первоначально заявленной эффективности	Не стоит умалять значимости сделок на рынке корпоративного контроля. Эффекты могут проявляться в иных параметрах, не обязательно в стоимостных.	Любые расчеты, особенно в сфере интеграций, носят вероятностный характер. В силу высокой волатильности внешней среды и большого количества факторов, влияющих на исход сделки, смоделировать точный результат затруднительно
5	Интеграция – это процесс соединения двух самостоятельных предприятий в новую бизнес-единицу вследствие слияния либо приобретения одной компанией нетто-активов другой компании	Интеграция – это финансово-юридические процессы до сделки, т.е. конструирование новой бизнес-модели	Интеграция – это организационно-управленческие процессы после сделки, т.е. объединение в одно целое организационных структур, бизнес-процессов, человеческих и материальных ресурсов и т.д.
6	Одним из мотивов сделок слияния и поглощения компаний является оптимизация налогообложения	Оптимизация налогообложения в рамках закона – это в определенной степени «ноу-хау» компании. Оно может быть реализовано и с помощью инструмента M&A	Следует на законодательном уровне вводить ограничения по сделкам слияния и поглощения, когда очевидна цель оптимизации налогообложения
7	Объединение компаний происходит с целью существенного прироста доходов объединенной компании	Этот прирост обусловлен возникновением синергетического эффекта: интеграция приводит к экономии на масштабах производства и к максимизации прибыли	Исследования в области финансов показывают, что факт объединения не является источником прироста доходов компании, поскольку следует учитывать возникающие риски, а также устранять влияние рынка

2. Анализ эффектов от М&А-активности

Рассмотрите возможные положительные и отрицательные эффекты от сделок на рынке корпоративного контроля на разных уровнях экономической системы, результат представьте в табл. 4.

Таблица 4

Оценка эффектов от М&А-активности

Уровень	Положительный эффект	Отрицательный эффект
Экономика в целом		
Отрасль		
Корпорация		
Акционеры		
Менеджмент		

Тема 2. Теоретическое обоснование сделок слияния и поглощения компаний. Международный опыт и российская практика

1. Природа рынка корпоративного контроля: теоретический обзор
2. Международный рынок M&A: исторический аспект. Шесть волн корпоративных интеграций
3. Особенности становления рынка M&A в России

Природа рынка корпоративного контроля: теоретический обзор

Почему развивается рынок корпоративного контроля? Почему в отдельные периоды развития экономики объемы таких сделок стремительно возрастают, а в другие – падают? С чем связано доминирование тех или иных видов интеграции? Кто получает выгоду от объединения компаний?

Эксперты полагают, что нет оснований считать, что волны слияний и поглощений обусловлены технологическими нововведениями и что слияния осуществляются ради экономии на масштабах производства или ради преимуществ вертикальной или горизонтальной интеграции. Общим для всех ситуаций повышенной активности на рынке слияний и поглощений является относительно высокая активность фондового рынка и высокие курсы акций компаний. Однако активность фондового рынка не объясняет роста активности по объединению компаний [17].

С позиций рационального поведения *homo economicus*⁶ сделка слияния и поглощения выгодна, если она приносит прибыль, то есть стоимость объединенной компании выше, чем сумма стоимостей компаний по отдельности:

$$\text{Выгода} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) > 0,$$

где PV_{AB} – приведенная стоимость объединенной компании;

PV_A – приведенная стоимость компании-покупателя (A);

PV_B – приведенная стоимость компании-цели (B).

Кроме того, к следкам слияния и поглощения оправдано применение критерия чистой приведенной стоимости:

$$\text{Расходы} = Z - PV_B,$$

где Z – затраты на приобретение компании-цели (B);

PV_B – приведенная стоимость компании-цели (B).

Таким образом, можем определить чистую приведенную стоимость сделки слияния и поглощения:

$$NPV = \text{Выгода} - \text{Расходы} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (Z - PV_B) > 0.$$

Некоторые авторы [4, 17] видят преимущество использования NPV как критерия целесообразности сделки слияния и поглощения в том, что, во-первых, он показывает, будет ли вообще какая-то выгода от слияния; во-

⁶ Человек ведет себя рационально, обладает полнотой информации и совершенными познавательными способностями, что позволяет ему получить максимальную полезность в условиях заданных ограниченных ресурсов [14].

вторых, оценка расходов концентрируется на том, как выгода будет поделена между участниками сделки. Рассмотрим пример [17].

Компания А планирует приобретение компании В. Приведенная стоимость А равна 1 млн. долл., а В – 200 тыс. долл. Финансовый менеджер компании А считает, что приобретение компании В даст экономию на масштабах производства величиной 70 тыс. долл. (после уплаты налогов). Предполагается, что компанию В можно купить за 220 000 долл.

Таким образом, получаем, что:

1) экономическая выгода для компании А от слияния с компанией В составит 70 тыс. долл.:

$$\text{Выгода} = 1\,270\,000 - (1\,000\,000 + 200\,000) = 70\,000 \text{ (долл.)};$$

2) расходы на приобретение компании В составят 20 тыс. долл.:

$$\text{Расходы} = 220\,000 - 200\,000 = 20\,000 \text{ (долл.)};$$

3) NPV 50 тыс. долл.:

$$\text{NPV} = 70\,000 - 20\,000 = 50\,000 \text{ (долл.)}.$$

Природа рынка корпоративного контроля до сих пор оставляет множество вопросов, на которые не получены однозначные ответы. Следовательно, имеется широкий спектр возможностей и направлений для дальнейшего научного поиска. Основные направления эмпирических исследований на рынке корпоративного контроля представлены в табл.5.

Таблица 5

Обзор теорий рынка корпоративного контроля

Автор	Период	Содержание исследований
Хогарти (Hogarty)	1970	По данным за 1953-1964 гг. сравнил: <ul style="list-style-type: none"> инвестиционную активность 43 компаний, участвовавших в слиянии, со среднеотраслевыми показателями. Выявил, что только 10 из 43 имели результаты выше, чем в среднем по отрасли; рост прибыли на акцию в компаниях, участвовавших в слияниях, со среднеотраслевым ростом и выявил, что в 16 из 37 рост прибыли на акцию был выше, чем по отрасли в целом. <p>Общий вывод: нельзя с определенностью говорить о прибыльности слияний.</p>
Хаген и Уделл (Haugen and Udell)	1972	Попытка определить, выгодны ли слияния для акционеров поглощаемых компаний. Используя данные по 44 конгломератным и 44 неконгломератным слияниям авторы сравнили цены на конец месяца на акции поглощенных компаний с фондовым индексом. Сравнение показало, что ситуация для акционеров компаний, поглощенных конгломератами, была лучше, чем в компаниях, поглощенных неконгломератами, но обе группы были в лучшем положении, нежели рынок в целом. Большая часть дополнительных доходов возникала в момент слияния благодаря повышению курса акций.
Шик и Йен (Shick and Jen)	1972	Для описания процесса формирования дохода не использовали ни модель рынка, ни многофакторные модели, но изучали выигрыш акционеров компаний-покупателей при горизонтальных объединениях, исходя из того, что выигрыш – это разница между тем доходом, который акционеры получают в результате объединения и тем, что они имели бы без объединения. Эта разница является суммой двух компонентов: <ol style="list-style-type: none"> действительного прироста доходов в результате слияния; любого вознаграждения за изменение риска. <p>Для определения гипотетической величины дивидендов и курса акций была использована модель Гордона.</p> <p>Результаты расчетов показали, что за год после слияния доходность выросла на 9,6%, т.е. довольно значительно. Прирост доходности в последующие два года составил -2,68 и +2,68%. Таким образом, слияния могут приносить выгоду акционерам объединяющихся компаний, но рынок эффективно оценивает информацию, т.е. выгоды сохраняются недолго.</p>

Автор	Период	Содержание исследований
Халперн (Halpern)	1973	<p>Попытался усовершенствовать методологию исследования выгоды от слияния и изучил размеры распределения выгод. Отметил две главные проблемы такого исследования:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. правильный отбор данных для измерения выгод от слияния; 2. устранение влияния рынка, чтобы можно было оценить только выгоды самого слияния.
Манделкер (Mandelker)	1974	Использовали модель оценки доходности основных активов (CAPM) для ответа на два вопроса:
Фама и Макбет (Fama and MacBeth)	1973	<ol style="list-style-type: none"> 1. Сохраняется ли для объединяющихся компаний базовая взаимосвязь риска и доходности или слиянию сопутствует сверхнормальная доходность? 2. Эффективен ли рынок капитала относительно информации о слиянии? <p>Результаты исследований показали, что акционеры приобретающей компании имели сверхобычный прирост доходности перед слиянием и снижение доходности после него. Приобретенные компании получили сверхнормальный прирост доходности в течение семи месяцев перед слиянием.</p>
Лангетиг (Langetieg)	1978	<p>Использовал для измерения выгоды объединения компаний трехфакторную модель. Целью моделирования было сравнение объединившихся и не объединявшихся компаний с учетом трех факторов:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. рынка, т.е. систематического риска; 2. отрасли, т.е. специальных отраслевых факторов; 3. контрольной группы подобных не объединявшихся компаний. <p>В третьей группе – хорошо составленной выборке компаний, не участвовавших в слиянии – выбор осуществлялся на основе корреляции с изменением доходности в рыночной модели, благодаря этому, компании из контрольной группы были подобны компаниям, участвовавшим в слиянии.</p> <p>Общие выводы: купленные компании в период от 72 до 19 месяцев до объединения имели показатели доходности худшие, чем в среднем по отрасли, а за 1-6 месяцев до слияния – существенно лучшие. Для компаний-покупателей эмпирические результаты не столь ясны. Акционеры этих компаний получили некоторый выигрыш, но существенно меньший, чем акционеры приобретенных компаний. Таким образом, выгоды от слияния сравнительно не велики. Компании, возникшие в результате слияния, крайне незначительно отличались по показателю доходности от компаний контрольной группы. Акционеры после объединения имели вполне стандартный для отрасли уровень доходности.</p>
Додд и Рубак (Dodd and Ruback)	1980	Исследование влияния предложения о скупке акций на доход акционеров: на основе эмпирических данных установили, что акционеры захватываемой компании в месяц первой публикации объявления о скупке акций получают более чем обычный прирост дохода (в среднем около 20%), в компаниях-захватчиках эффект был равен 0.
Бэрон (Baron)	1983	Модель поведения компании в ситуации скупки акций, основанная на склонности менеджмента к сохранению управления в своих руках

Таким образом, исследования в данной области свидетельствуют, как правило, о том, что объединение компаний не приводит к существенному приросту дохода от основной деятельности, при этом акционеры поглощенных компаний получают прирост дохода, отражающий ожидание эффекта от повышенной цены скупки акций, тогда как акционеры поглощающих компаний получают вполне средний доход (при корректировке по уровню риска). Кроме того, исследователи отмечают сверхобычную доходность поглощаемых компаний в период, предшествующий слиянию и возрастание уровня систематического риска у компаний, возникших в ходе слияний.

Международный рынок М&А: исторический аспект. Шесть волн корпоративных интеграций

Изучая мировой опыт процессов слияний и поглощений, необходимо отдельно остановиться на его исторических аспектах.

М&А-активность возникла в 1890-е гг. в США и на протяжении всего последующего периода носила волнообразный, циклический характер. Существуют два объяснения этого феномена. С одной стороны, таким образом компании реагировали на изменения, происходящие во внешней среде, т.е. в их непосредственном операционном окружении (дерегулирование, возникновение новых технологий / каналов сбыта / товаров-субститутов, устойчивый рост цен на сырьевые товары). Высота и длина волн зависели от того, как много отраслей и в какой степени были подвержены влиянию этих изменений.

Второе объяснение основано на проблеме неверной оценки стоимости компаний: менеджеры использовали переоцененные акции для покупки активов недооцененных компаний, т.е. те из них, которые считали акции своих компаний переоцененными, одновременно занимались сделками М&А, «запуская волну» [28].

В теории и практике корпоративного менеджмента выделяют шесть основных волн развития мировых процессов слияний и поглощений:

- 1) 1897–1904 гг. – горизонтальная интеграция (монополизация);
- 2) 1916–1929 гг. – олигополистическая волна (концентрация);
- 3) 1965–1969 гг., пик 1968 г. – конгломератные слияния;
- 4) 1981–1989 гг. – распад конгломератов, смешанная волна;
- 5) 1992–2000 гг. – стратегические мегаслияния;
- 6) 2003–2007 гг. – трансграничные сделки.

Схематически волны представлены на рис. 4.

Рассмотрим каждую из них более подробно.

Первая волна

В США первый пик слияний пришелся на конец 90-х гг. XIX века. Начало М&А-активности было положено созданием в 1879 г. треста Standart Oil, в котором были сосредоточены около 90 % нефтеперерабатывающих мощностей США и почти такой же процент трубопроводов для транспортировки нефти. В период 1884–1887 гг. были созданы такие объединенные компании, как Cottonseed Oil Trust, Linseed Oil Trust, National Leed Trust, Distellers&Cattle Feeders Trust, Sugar Trust. Позднее наиболее влиятельными объединениями стали Eastman Kodak (1881), Diamond Match Company (1889), American Tobacco Company (1890), US Rubber Company (1892), General Electric Company (1892). В 1901 г. J.P. Morgan создал первую миллиардную корпорацию – US Steel, – которая появилась в результате объединения 785 отдельных компаний, крупнейшей из которых стала Carnegie Steel [13, 28].

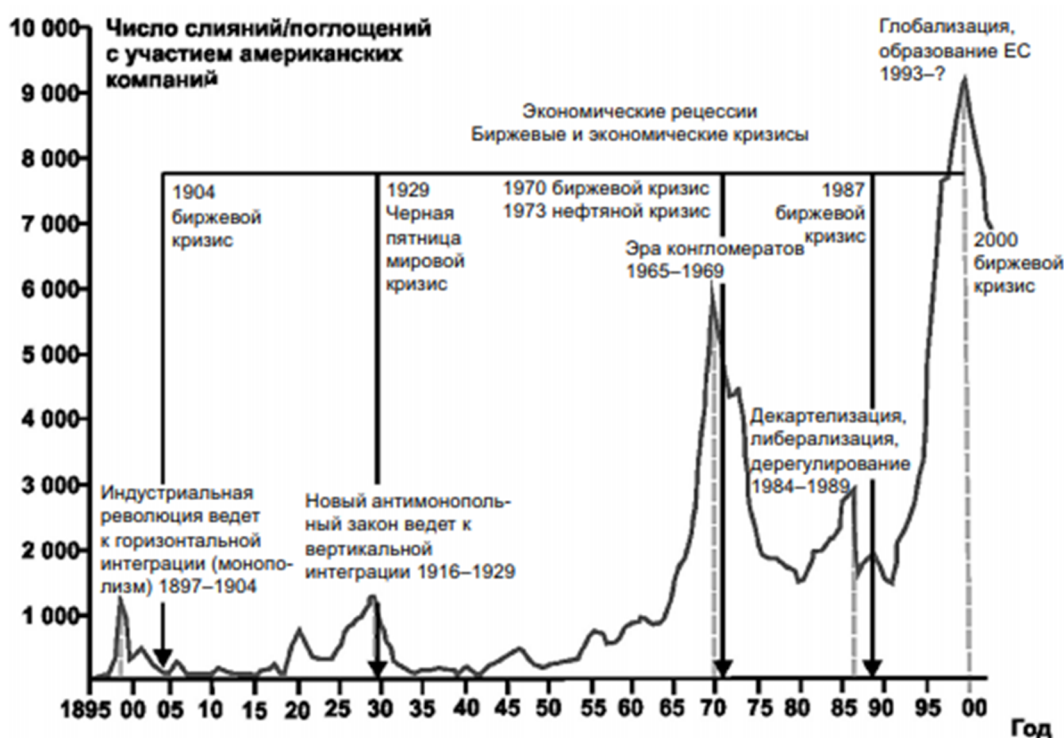


Рис. 4. Основные волны М&А в мировой экономике [13]

В течение 1895–1904 гг. было зафиксировано 3012 ликвидаций фирм в результате слияния, общая капитализация новых компаний составила 6,9 млрд долл. [16].

В этот период отмечается преимущественно горизонтальный тип слияний: это эпоха зарождения монополий. Так, доля рынка US Steel оценивалась в 65%, компания American Tobacco в результате поглощения 162 фирм получила до 90% доли рынка [16].

Укрупнение компаний было вызвано изменением законодательной базы и неравнозначными условиями для ведения бизнеса. В процессе слияния и поглощения в 75 % случаев вовлекалось не менее пяти, а в 25% случаев – не менее 10 компаний [16]. При объединении нескольких сотен фирм появлялись структуры, занимающие в ряде отраслей монопольное положение.

Бурный рост монополизма в это время был обусловлен следующими причинами. Во-первых, это технологические инновации, повысившие эффективность производства через его специализацию, стандартизацию и автоматизацию, во-вторых – это смягчение корпоративных законов, в-третьих – активное развитие фондового рынка, обеспечившее возможность крупных эмиссий. Цены на акции в 1901 г. поднялись относительно уровня 1897 г. на 83 %, промышленное производство за период с 1896 г. по 1901 г. возросло на 57 %, число эмиссий, включенных в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи, увеличилось со 150 в 1875 г. до 400 в 1900 г. [16].

Основная мотивация участников слияний в этот период заключалась в ожидании увеличения прибылей собственников, власти и престижа руководства фирм, монополистических прибылей и экономии от масштаба производства. Успехи объединения в одной отрасли порождали слияния в других. Слияния проводились быстрыми темпами, и большая часть потенциала таких

объединений в американской промышленности была исчерпана за несколько лет. Кроме того, на фондовом рынке стали использоваться мошеннические схемы финансирования.

Падение M&A-активности произошло столь же стремительно, как и ее рост. В 1901 г. был отмечен спад на рынке ценных бумаг, к 1903 г. цены на акции упали на 40 %, достигнув дна в 1904 г. (Rich Man's Panic). Крах на фондовой бирже привел к антимонопольным расследованиям, прежде всего в отношении Standard Oil.

По действовавшему в XIX в. законодательству, корпорации не имели права владеть акциями других компаний. Всеми акциями компаний, входивших в Standard Oil, владели ее акционеры. В 1882 г. они подписали трастовое соглашение об учреждении попечительского совета, которому были переданы акции всех компаний, контролируемых Standard Oil. Затем трест выпустил 700 тыс. акций, из которых почти 200 тыс. принадлежали Дж. Рокфеллеру. Последующие десятилетия Standard Oil, практически задушившая конкуренцию в нефтяной отрасли, вела войну с администрациями нескольких американских штатов, которые выдвигали антимонопольные иски. Рокфеллер использовал все рычаги воздействия: подкуп высокопоставленных чиновников и сенаторов, рекламу, заказные статьи, благотворительность, спонсорскую поддержку партий. В 1906 г. президент США Теодор Рузвельт подал антимонопольный иск от имени США. Процесс века закончился в 1911 г. постановлением о ликвидации компании. В итоге Standard Oil разделилась на несколько крупных корпораций, которые работают и сегодня: Exxon Mobil, Chevron, Amoco (сегодня в составе BP) и др.

Вторая волна

Второй период M&A-активности связан с послевоенным экономическим бумом. В 1923 г. начался исторический рост фондового рынка США, продлившийся 6 лет, миллионы американцев становились его участниками. Не имея достаточного количества наличных средств на покупку ценных бумаг, многие прибегали к займам у брокеров. Однако, весной 1929 г. американскую экономику поразил кризис перепроизводства. Вскоре последовала паника в «черный вторник» (29 октября 1929 г.), когда индекс Dow Jones опустился более чем на 11 %. После 1929 г. M&A-активность резко прекратилась. На характер слияний периода 1920-х гг. оказало влияние изменение структуры антитрестовского законодательства. Расследования в отношении Standard Oil и American Tobacco, закончившиеся роспуском компаний, привели к тому, что в 1914 г. Конгресс утвердил Акт Клейтона (Claiton Act), усиливший давление на монополии: была ограничена деятельность трестов, запрещена ценовая дискриминация, для контроля за деятельностью трестов была создана Федеральная торговая комиссия. Теперь общество и государство были явно менее терпимыми к процессам M&A, нежели в первый период. Эти сделки, как правило, предпринимались компаниями, которые не доминировали в отраслях, но чей контроль над выпуском продукции не превышал 50 %.

Несмотря на то, что горизонтальные объединения, создававшие условия для олигополистического рынка⁷, определили содержание второй волны, ее важной отличительной чертой стало географическое расширение рынка, а также развитие децентрализованных подходов к управлению. Старая функционально-специализированная форма организации предприятия заменялась многодивизионной, децентрализованной, которая впервые была внедрена такими лидерами рынка, как General Motors, Du Pont, Standart Oil, Sears Roebuck. Такой тип структуры был обоснован Альфредом Слоуном⁸, который предполагал, что конгломерат как форма организации имеет следующие преимущества:

- повышает мотивацию управления посредством децентрализации, увеличивает степень его ответственности и прозрачности;
- увеличивает возможности контроля со стороны топ-менеджеров благодаря возможности оценивать прибыль относительно инвестируемого капитала;
- повышает эффективность компании в целом через привлечение дополнительного капитала в те подразделения, которые обладают наибольшей отдачей в текущий момент времени.

Таким образом, после окончания Первой мировой войны и до 1929 г. вертикальные и горизонтальные слияния предприятий приводят к формированию олигополий, т.е. к доминированию небольшого числа крупнейших компаний в тяжелой, пищевой, химической, угледобывающей промышленности, а также в финансовой сфере. При этом негативная реакция общества на противоконкурентные последствия ранних горизонтальных консолидаций привела к усилению антитрестовского законодательства. Это стало предпосылкой для изменений в понимании экономических мотивов корпоративных консолидаций: вместо создания горизонтальных комбинаций бизнес стал предпринимать попытки построения конгломератов, основанных на эффектах от расширения ассортимента выпускаемой продукции.

Третья волна

Эта волна была зафиксирована вскоре после Второй мировой волны. Она связана с развитием диверсифицированных слияний и поглощений. Сороковые годы характеризовались сильным ужесточением антитрестовского законодательства. В 1945 г. Верховный суд США пересмотрел rule of reason⁹. С этого времени монопольной властью не обязательно было злоупотреблять, она сама по себе была объявлена незаконной [13].

В 1950 г. Акт Келлера (Celler-Kefauver Act) внес поправку в ст. 7 Акта Клейтона, который давал возможность признавать противозаконными слияния, ведущие к монополистической концентрации в отрасли. Поправка относилась

⁷ В литературе вторую волну часто называют олигополистической волной.

⁸ Альфред П. Слоун (1875–1966) – президент General Motors (1923–1937).

⁹ Правило здравого смысла – индивидуальный подход к анализу элементов рыночного поведения (например, соглашений по ограничению торговли) и рыночной структуры (слияний) в рамках избирательной политики в отношении конкуренции для определения того, дают ли они экономический эффект, являются ли они выгодными или убыточными в целом.

ко всем типам слияний и поглощений – вертикальным, горизонтальным, конгломератным, – однако чем меньше были связаны продукты и рынки сливающихся фирм, тем меньше они были подвержены давлению со стороны антитрестовского законодательства.

Кроме ужесточения антитрестовского законодательства большое влияние было оказано на спекулятивные мотивы учредителей. В 1933 г. был издан Акт о ценных бумагах (Securities Act), согласно которому любой новый выпуск акций, сопровождающий слияние, требовал раскрытия обширной информации об участвующих в объединении компаниях. В 1934 г. был издан Акт о ценных бумагах и биржах (Securities and Exchange Act), по которому подобная информация должна была предоставляться по просьбе уполномоченных лиц в связи с предполагаемыми слияниями. Ослаблению роли учредителей способствовало требование раскрытия детальной информации об их заработках и деятельности.

Растущий фондовый рынок и самый длительный период непрерывного роста в истории экономики США привели к рекордным значениям коэффициента P/E (отношение «цена / прибыль»). Компании, демонстрировавшие высокий коэффициент P/E, имели и высокий коэффициент EPS – «прибыль на акцию», – что зачастую достигалось через процессы M&A, а не через механизм реинвестирования.

Результатом этой волны стал крах «пирамиды EPS», которая имеет место, когда компании с высоким коэффициентом P/E приобретали компании с низким коэффициентом P/E и увеличивали EPS объединенной компании, что, в свою очередь, давало толчок к росту цены за акцию объединенной компании. Также снизилось значение внешнего финансирования, игравшего значительную роль в более ранние периоды, уменьшились комиссионные брокеров.

Конгломератные слияния – это в определенной степени результат усиления концентрации научных исследований в области управления предприятиями, который начался с середины XX века. В конгломератах создаются условия для перевода капитала из одной отрасли в другую в обход традиционного рынка капитала.

Четвертая волна

Эта волна стартовала с конца 1970-х гг. и получила название смешанной волны. К началу 1980-х гг. наблюдалось неуклонное падение прибылей конгломератов, компании, входившие в такие объединения, стали показывать худшие показатели по сравнению с независимыми компаниями в тех же отраслях. Фактически большая часть сделок по реорганизации предприятий осуществлялась путем разделения конгломератов, образованных десятилетием раньше. Покупатели приобретали отдельные подразделения конгломератов в качестве самостоятельных производственно-хозяйственных единиц.

В этот период заметной становится тенденция враждебных поглощений. Развитие фондового рынка и появление высокодоходных и высоко рискованных долговых инструментов сделало скупку акций компаний наиболее популярным

механизмом поглощения (LBO – Leverage Buy-out, выкуп долговым финансированием). Кроме того, вместе с банкротством Drexel Burnham – маркет-мейкера высоко доходных ценных бумаг – иссяк рынок мусорных облигаций, как главный источник финансирования компаний.

Под действием четвертой волны оказалась в основном сфера услуг: инвестиционный сектор, банки, страховой бизнес, оптовая и розничная торговля, медицина и здравоохранение. Особенности этой волны стали широкомасштабное использование заемного капитала при финансировании сделок и переход к децентрализованной структуре управления в корпорациях.

Пятая волна

Пятая волна берет свое начало в 1992 г., протекая на фоне серьезных геополитических изменений: образования Европейского союза¹⁰, введения единой европейской валюты, глобализации экономики.

Либерализация мировой торговли и валютного регулирования обеспечивали рост числа слияний и поглощений, осуществляемых на основе обмена ценными бумагами без расходования значительных денежных средств.

Для данного этапа характерным является формирование промышленных и финансовых супергигантов, создание транснациональных корпораций – ТНК (сверхконцентрация компаний).

В 1990-е гг. причиной М&А-активности послужило стремление компаний обеспечить стабильность в условиях меняющихся рынков. В странах Запада в условиях жесткой конкуренции и усиления неопределенности внешней среды преобладал горизонтальный тип слияний и поглощений.

Шестая волна

Эта волна, имевшая место в начале XXI века, была обусловлена технологическими достижениями, в первую очередь в сфере телекоммуникационных услуг и информационных технологий. Снижение оперативности обмена информацией и, как следствие, управляемости при достижении корпорациями определенных масштабов, тормозило их дальнейшее развитие. С появлением таких решений, как электронная торговля и электронный документооборот, потенциал дальнейшего роста таких корпораций значительно увеличился. Дешевая и эффективная сеть коммуникаций позволяет ТНК размещать различные составляющие производств в разных странах, сохраняя при этом прямое управление товарными и финансовыми потоками. Современные технологии, во-первых, уменьшают потребность в физических контактах между производителями и потребителями, во-вторых, позволяют новым продуктам и услугам, не представленным ранее на международных рынках, стать объектом торговли. При этом в разы сокращаются издержки при обслуживании оборота товаров и услуг.

¹⁰ Маастрихтский договор (вступил в силу с 01.11.1993)

Состояние финансовых рынков США с 2005 по 2007 г. характеризовалось взрывом M&A-активности в форме LBO и частных инвестиций (сделки, финансируемые частными компаниями с ограниченной ответственностью) и увеличением числа сложных финансовых инструментов, обеспеченных пулом долговых облигаций с различным уровнем риска. Множество этих транзакций приобрело форму модифицированных долгов (т.е. долгов, приобретенных андеррайтерами для продажи другим инвесторам), откуда возникло размывание ответственности по долгам.

Снижение внутренних цен и серия громких дефолтов 2007 г. спровоцировали обеспокоенность кредиторов тем, что рыночная оценка активов была существенно ниже их балансовой стоимости. Таким образом, банкам, в силу требований регуляторов, пришлось делать переоценку активов и снижать капитал. Принимая во внимание необходимость выполнения обязательных нормативов, в том числе норматива «капитал / активы», банки ограничили выдачу новых кредитов. Эта ситуация привела к нестабильности на финансовых рынках в 2008 г. Ситуацию усугубил рост цен на нефть в 2007 г. и первой половине 2008 г., что привело к мировому финансовому кризису 2008–2009 гг. и одновременному спаду M&A-активности, особенно в тех областях, где использовался заемный капитал (LBO).

Эксперты прогнозируют, что транснациональное развитие бизнеса приближает нас к моменту, когда интересы корпораций войдут в противоречие с интересами отдельных государств.

Итак, обобщим представленный исторический обзор в табл. 6.

Таблица 6

Характеристика шести волн слияния и поглощения в мировой практике

Волна	Период	Причины возникновения	Доминирующий тип интеграций	Причина завершения M&A-активности	Примеры объединенных компаний
1	1887–1904	Технологические изменения, поиск путей повышения эффективности производства, либеральное правоприменение антитрестовского законодательства	Горизонтальный: монополизация	Мошеннические схемы финансирования, крах фондового рынка 1904 г.	US Steel; Standard Oil; Eastman Kodak; American Tobacco; General Electric
2	1916–1929	Послевоенный экономический подъем	Горизонтальный: географическое расширение; вертикальный: концентрация	Крах фондового рынка 1929 г., антитрестовский Акт Клейтона	Middle West Utilities (Samuel Insull)
3	1965–1969 (пик – 1968 г.)	Растущий фондовый рынок, устойчивый экономический подъем	Конгломератный: финансовое проектирование	Рост закупочных цен, избыточная долговая нагрузка	LTV; ITT; Litton Industries Gulf and Western Northwest Industries

Волна	Период	Причины возникновения	Доминирующий тип интеграций	Причина завершения M&A-активности	Примеры объединенных компаний
4	1981–1989	Растущий фондовый рынок, экономический бум, низкие результаты деятельности конгломератов, относительно слабый доллар США, благоприятные нормативно-правовые условия	Распад конгломератов, использование «мусорных» облигаций в финансовых схемах: разрастание сделок с высокой долговой нагрузкой, рост враждебных поглощений и корпоративных захватов, увеличение числа приобретений американских фирм иностранными покупателями	Волна банкротств, рецессия 1990-х гг.	RJR Nabisco; MBO; Beecham Group & SmithKline; Campeau of Canada & Federated Stores
5	1992–2000	Оживление экономики, подъем фондовых рынков, Интернет-революция, низкие торговые барьеры, глобализация	Стратегические мегаслияния (рекордный уровень сделок по числу и объему, исторический пик M&A-активности – 2000 г.)	Спад экономики и фондового рынка; рост терроризма	AOL & Time Warner Vodafone AirTouch & Mannesmann Exxon & Mobil
6	2003–2007	Низкие процентные ставки, восстановление фондового рынка, глобализация в экономике, высокие цены на сырьевые товары	Трансграничные сделки, горизонтальные мегаслияния, фонды прямых инвестиций	Потеря компаниями доверия на глобальных рынках капитала, снижение темпов роста промышленно развитых стран	Mittal & Arcelor P&G & Gillette Verizon & MCI Blackstone & Equity Office Properties

Проведенный исторический анализ позволяет определить факторы, которые существенно влияют на динамику рынка слияний и поглощений.

Во-первых, особенно значимым специфическим фактором является законодательство, в частности антимонопольное регулирование. Например, в США органами, регулирующими сферу слияний и поглощений, являются Контролер денежного обращения, Федеральная корпорация страхования депозитов и Федеральная резервная система. В их полномочия входит рассмотрение оснований планируемых сделок слияний и поглощений, после чего, в случае принятия положительного решения, материалы передаются в верховный антимонопольный орган – Министерство юстиции, которое

устанавливает главные правила и принципы, регулирующие возможности проведения подобных сделок.

Во-вторых, высокая динамика рынка слияний и поглощений обеспечивается низкими процентными ставками, что позволяет привлекать внешние финансовые ресурсы для целей поглощения компаний, а также обуславливает высокие прибыли компаний-инвесторов. Косвенным подтверждением этого довода может быть то, что с помощью наличных средств (собственных и заемных) оплачивается около 60% стоимости всех сделок по слиянию и поглощению, а доля акций как средства платежа снижается.

В-третьих, на рост числа слияний и поглощений оказывают влияние нормы, регулирующие внешнеэкономические связи между странами ЕС. В случае сделок между компаниями из разных стран, стороны не могут предложить опционы в обмен на акции и вынуждены платить наличными. Значимую роль при этом играет замедление темпов экономического роста стран, входящих в ЕС, что делает сделки по слияниям и поглощениям компаний этих стран слишком дорогостоящими.

Общим для всех волн является то, что М&А-активность нарастает в периоды устойчивого экономического роста при наличии низких либо снижающихся процентных ставок и растущих фондовых рынков.

Особенности становления рынка М&А в России

Зарождение института слияний и поглощений в России началось примерно с середины 90-х гг. XX века и напрямую связано с распадом СССР и переходом к рыночной экономике. Если в развитых странах развитие рынка корпоративного контроля основано на законодательной базе, то в России этот процесс в большей мере связан с постприватизационным перераспределением собственности и преодолением последствий финансового кризиса 1998 г., а также с неупорядоченностью рыночных институтов.

Исходя из этого, можно выделить три этапа становления рынка М&А в России [24].

Первый этап – пост-приватизационный – с середины 1990-х гг. до кризиса 1998 г.

В этот период путем акционирования и приватизации было образовано большинство российских компаний. Приватизация происходила посредством выделения компаний из определенных государственных структур и их возмездной передачи в состав частных структур. В соответствии с российской моделью, существовало три варианта приватизации.

Согласно первому варианту, трудовому коллективу безвозмездно передавалось 25% привилегированных акций предприятия. Трудовой коллектив также имел возможность приобрести на льготных условиях 10% обыкновенных акций. Администрация имела право на безвозмездное приобретение 5% обыкновенных акций. При этом 29% обыкновенных акций продавалось на ваучерных аукционах, а оставшийся 31% реализовывался на денежных аукционах и инвестиционных конкурсах.

По второму варианту приватизации, преимущественное положение имел трудовой коллектив, которому на льготных условиях продавался 51% обыкновенных акций; 29% акций продавалось на ваучерных аукционах, а оставшиеся 20% реализовывались на денежных аукционах и инвестиционных конкурсах.

Третий вариант приватизации предусматривал продажу 20 % обыкновенных акций группе работников предприятия, которые взяли на себя ответственность за его реорганизацию. Еще 20% акций продавалось на льготных условиях всему трудовому коллективу. При этом 29% акций продавалось на ваучерных аукционах, а оставшийся 31% реализовывался на денежных аукционах и инвестиционных конкурсах как в первом варианте.

По первому варианту было приватизировано 24% крупных предприятий, по второму – 75%, по третьему – 1%. Такое распределение объясняется тем фактом, что решение о выборе пути приватизации принималось трудовыми коллективами, получавшими наибольшие льготы именно при втором варианте.

Основными отличиями рассматриваемого этапа стали единичные попытки использования классических методов поглощений. При условии массовой реализации программы приватизации наиболее широкое практическое применение в этот период имело поглощение через приватизацию. Данный способ выступал и как самостоятельный механизм, и как форма экспансии первых корпоративных структур (финансово-промышленных групп и холдинговых компаний).

Характерным видом сделок по переходу корпоративного контроля можно назвать участие в денежных аукционах и инвестиционных конкурсах, которые, по существу мало отличались друг от друга из-за ряда льгот, позволяющих избежать выполнения инвестиционных условий, и участие в ваучерной приватизации при условии концентрации определенной суммы ваучерных чеков.

Осуществление массовой чековой приватизации обозначило ряд характерных особенностей корпоративного рынка в России:

- преобладание акционерной формы собственности (преимущественно открытого типа);
- высокая распыленность основной части акционерного капитала между мелкими акционерами (физическими лицами);
- сосредоточение большей части капитала в руках инсайдеров (менеджмента, членов трудового коллектива);
- сохранение значительного объема пакетов в руках государства.

Второй этап становления рынка слияний и поглощений в России – посткризисный – с середины 1999 г. до 2002 г.

Особое влияние на структуру акционерной собственности после кризиса 1998 г. оказали следующие факторы:

- крах финансовой системы и переход промышленных активов банков в руки промышленных холдингов;
- дефолт;

- девальвация рубля и сокращение объемов импорта;
- рост мировых цен на российские товары;
- активный поиск инвесторов;
- массовые банкротства предприятий.

Существует мнение, что к данному периоду более применим термин «передел собственности», нежели «слияния и поглощения», поскольку экспансия промышленных групп проходила в сочетании с усилением процесса консолидации активов предприятий.

Третий этап становления рынка М&А в России – реорганизационный «спад» – с 2002 г. по 2010 г.

Для этого этапа характерно некоторое снижение темпов экспансии сложившихся групп, завершение процессов консолидации компаний, переход к реструктуризации групп предприятий и их юридической реорганизации, возникновение и развитие сетевых организаций.

Причиной этому послужили первые положительные результаты структурного реформирования экономики и в целом и корпоративного управления в частности. Крупнейшие акционерные общества стали оформлять и публиковать отчетность в соответствии с международными стандартами, формировать корпоративную структуру, соответствующую требованиям глобальных лидеров и выходить на мировой фондовый рынок.

Таким образом, можно указать следующие основные предпосылки для формирования отечественного рынка М&А:

1. Последствия приватизации, в результате которой на начальном этапе формирования рынка М&А основными акционерами оказались трудовые коллективы и менеджеры.

2. Слабость российских фондовых рынков, особенно в период приватизации, когда косвенный контроль со стороны акционеров был крайне затруднен.

3. Недооцененность активов предприятий как следствие асимметрии экономических и политических факторов развития российской экономики: разнонаправленности действий государства и рынка.

4. Неудовлетворительная правовая инфраструктура, плохо обеспечивающая соблюдение прав акционеров. Неадекватность законодательного регулирования процессов развития экономических институтов в долгосрочном периоде. Постоянное отставание законодательства от экономических реалий.

5. Несовершенство законодательных основ, касающихся предоставления полной и достоверной информации, в силу чего отчетливо проявляется тенденция стремления акционеров весомо присутствовать в акционерном капитале для обеспечения доступа к необходимой им информации и контроля за деятельностью менеджмента («олигархический капитализм»).

6. Формирование «двойного стандарта» на уровне РФ и регионов и различных правил рыночной игры для разных групп участников. Владение крупным пакетом акций выступает также в качестве страховки от убытков,

возникающих при ухудшении нестабильной макроэкономической ситуации и наличии, в связи с этим, больших рисков для потенциальных акционеров.

7. Активное участие государства в структуре собственности и все более явное восстановление своего прямого вмешательства в экономику.

Данные предпосылки предопределили «хаотичный» характер становления рынка корпоративного контроля в России (рис. 5).

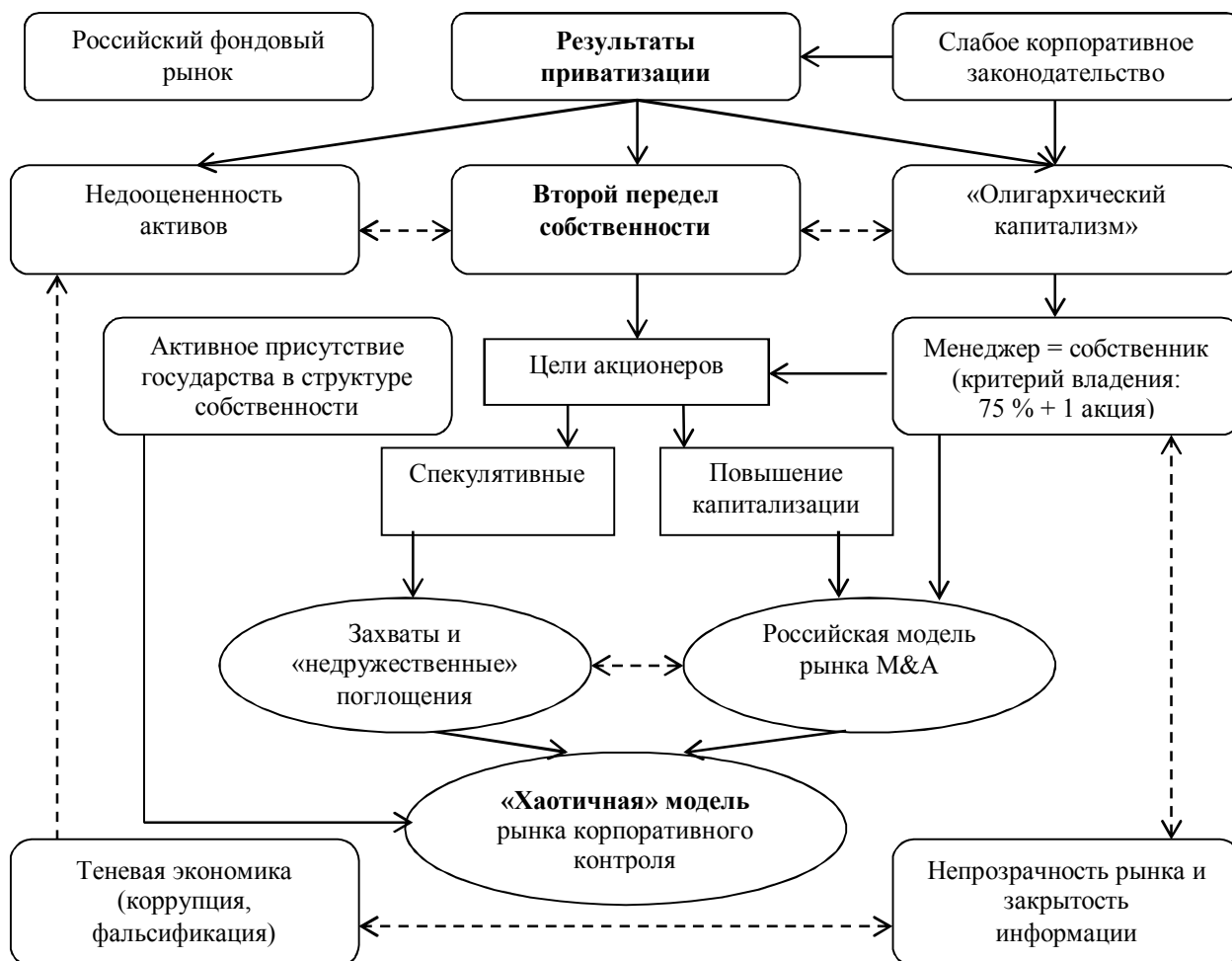


Рис. 5. Модель становления рынка корпоративного контроля в России

Таким образом, можно сделать следующие выводы.

Во-первых, процесс слияний и поглощений в России, в том, что касается конкретных форм и направлений таких сделок, скорее, не следовал за нормами закона, а формировал их.

Во-вторых, слияния и поглощения в период с 1990 по 2000 гг. практически не затрагивали организованный фондовый рынок, и рыночная цена акций компаний на вторичном рынке не имела существенного значения.

В-третьих, следует учитывать специфику структуры собственности российских компаний. Требования к доле в акционерном капитале для осуществления контроля над предприятием достаточно высоки, следствием чего является пассивная роль миноритарных акционеров компании-цели,

которые не могут выступать полноценными участниками рынка корпоративного контроля.

Для России характерна высокая концентрация собственности, ей свойственен инсайдерский характер, что затрудняет классическое разделение корпоративной собственности и полномочий по управлению и контролю. Для решения проблемы эффективного собственника «требуемый» уровень концентрации капитала в России составляет более 75 % (для сравнения, в США – до 12 %, во Франции – до 45 %) [8]. Доля менеджеров, аффилированных лиц и других инсайдеров в структуре корпоративной собственности высока по сравнению долей работников, внешних инвесторов, в том числе нефинансовых аутсайдеров и сторонних физических лиц, при низкой, по сравнению с мировым уровнем, доле холдингов, инвестиционных и страховых компаний (менее 4%) и иностранных инвесторов.

В-четвертых, нарастает степень прямого или косвенного государственного участия.

Наконец, на ранних этапах становления рыночной экономики стратегический подход к выбору объекта поглощения или интеграции, предполагающий использование обоснованных критериев для принятия решений в данной области, почти не использовался российскими компаниями. Отсутствие жесткой необходимости формировать осознанный стратегический подход к слиянию и поглощению было обусловлено рядом факторов:

- поглощающие компании не брали на себя значительные риски, соответствующие реальной стоимости активов, поскольку полностью оплаченные сделки были скорее исключением, чем правилом;

- предприятия приобретались с «гарантированными денежными потоками», либо существенно недооценивались;

- получая контроль над предприятием, новые собственники не ставили задачу его развивать, увеличивать эффективность управления и повышать стоимость компании, а зачастую занимались выводом активов, в том числе за рубеж;

- экспансия часто осуществлялась по неэкономическим мотивам.

Для периода становления рынка корпоративного контроля в России была весьма характерна высокая доля вертикальной интеграции в сделках слияний и поглощений, что было вызвано опасениями руководства предприятий попасть в зависимость от поставщиков. В других случаях компании, обладающие значительными административными и финансовыми ресурсами, хаотично присваивали активы в разных отраслях.

Отсутствие необходимости извлечения максимальной стоимости от сделки определяло и характер «интеграционного менеджмента», который сводился к смене недружественных менеджеров на менеджеров, лояльно относящихся к новым владельцам, и установлению контроля над финансовыми потоками компаний.

Таким образом, к основным особенностям становления российского рынка корпоративного контроля следует отнести следующее:

1. Перманентная смена собственников предприятий, постоянное изменение структуры корпоративной собственности.

2. Стремление к максимальной концентрации контроля в одних руках.

3. Недружественный характер слияний и поглощений, преобладание жестких враждебных поглощений с использованием административного ресурса.

4. Наличие значительного числа сделок, носящих не горизонтальный или вертикальный характер, а являющихся результатом стремления покупателя к диверсификации.

5. Отсутствие «равноправных» сделок вследствие неразвитости фондового рынка страны. В развитых странах сделки слияния и приобретения часто оплачиваются не наличными средствами, а акциями. Кроме того, структура отечественных компаний очень сложна, а взаимоотношения между ними не всегда опираются на законодательную базу.

6. Политизированность сделок слияния и поглощения: сделки отражают политические интересы либо местных администраций, либо других уровней власти, но зачастую не преследуют приоритетной цели рыночной экономики – увеличения благосостояния акционеров. Подобные сделки могут вообще идти вразрез с их интересами.

7. Высокий уровень сделок в рамках расширения, реструктуризации или диверсификации деятельности российских холдингов с участием государства как препятствие для иностранных инвестиций в российский рынок корпоративного контроля.

8. Закрытость информации. Множество малых и средних сделок осуществляется непублично, а в СМИ поступают сведения, являющиеся лишь верхушкой айсберга. Это приводит к тому, что участники рынка часто не знают имени реального покупателя или фактическую сумму сделки по слиянию.

Первыми на российском рынке слияний оказались компании нефтяной и нефтеперерабатывающей промышленности. Создаваемые вертикально интегрированные нефтяные компании (ВИНК) стали своеобразными пионерами в сфере слияний в России, являясь классическим примером интеграций вертикального типа. Подобные слияния не только помогли решить производственные задачи, но и создали предпосылки для обеспечения конкурентоспособности российских ВИНК на мировом рынке.

Можно назвать следующие способы поглощения, которые были наиболее популярны на этапе становления рынка слияний и поглощений:

- скупка различных пакетов акций на вторичном рынке;
- лоббирование приватизационных сделок с государственными пакетами акций;
- административное вовлечение в холдинги или иные группы;
- скупка и трансформация долгов в имущественно-долевое участие;
- захват контроля через процедуры банкротства;
- инициирование судебных решений.

Следует отметить, что особенно широко использовались ошибки эмитентов при регистрации итогов выпусков ценных бумаг.

При рассмотрении специфики техники поглощений в России следует отметить, что привлечение действительно внешнего финансирования (как акционерного, так и заемного) резко повышало риск враждебного поглощения через скупку акций, кредиторской задолженности, векселей или банкротство. Из-за этого самовыкуп акций и искусственное создание кредиторской задолженности оказались распространенным способом предотвращения враждебного захвата предприятия в России. Очевидно, что это привело как к подрыву возможностей самофинансирования фирм, так и к снижению их привлекательности для потенциальных внешних инвесторов.

Следует сказать несколько слов о банкротстве как об одной из основных стратегий поглощения в России и механизме становления отечественного рынка корпоративного контроля¹¹. Закон, призванный проводить своего рода естественный отбор более эффективных предприятий, превратился в инструмент агрессивного и криминального передела собственности. Парадокс ситуации заключается в том, что часто процедуре банкротства подвергаются именно жизнеспособные предприятия, обладающие солидным промышленным потенциалом, пусть и испытывающие временные финансовые трудности. В соответствии со ст. 3 и ст. 5 Закона о банкротстве основанием для подачи в арбитражный суд заявления о признании предприятия-должника банкротом считалась неоплата в течение трех месяцев денежных обязательств в размере, превышающем 500 минимальных размеров оплаты труда (МРОТ). Такой низкий барьер в сочетании с установкой на немедленное удовлетворение требований кредиторов ставит предприятия в очень сложную ситуацию.

Кредитору достаточно обратиться в арбитражный суд с заявлением о признании должника банкротом, привести «нужного» арбитражного управляющего – и вскоре он – новый собственник.

Банкротство стало самым дешевым способом «новой приватизации». Этому послужил механизм ускоренного банкротства, узаконенный Постановлением Правительства РФ «О мерах по повышению эффективности применения процедур банкротства» от 22 мая 1998 г. № 476. Постановление указало «заинтересованным лицам» самый эффективный способ применения ст. 86 Закона о банкротстве – продажу предприятия-должника.

В основном же механизм ускоренного передела собственности использовался для ее отчуждения у государства. Если в 1997 г., когда действовал старый Закон о банкротстве, в среднем по стране возбуждалось около 130 дел о банкротстве (в 1996 г. – около 80), то в 1998 г. это количество увеличилось до 550–600 дел в месяц. Нередко процедура банкротства приводила к ликвидации крупных предприятий, являвшихся единственными производителями уникальной продукции. Возникает парадоксальная ситуация: каким образом «восстановлению платежеспособности должника» будет

¹¹ Федеральный закон от 08.01.1998 № 6-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

способствовать продаже его имущества или даже продажа всего предприятия, предусмотренная ст. 86 Закона.

Другим видом характерных сделок являлось аккумулирование долгов поглощаемой компании и конвертация их в акции компании в процессе банкротства. При проведении процедуры банкротства возможно подписание мирового соглашения, по которому кредитор получает свой долг акциями предприятия. При определенной заинтересованности в поглощении компании достаточно легко возбудить процедуру банкротства, учитывая значительную обремененность большинства российских компаний долгами, а затем конвертировать долги в акции¹².

Современный этап развития российского рынка слияний и поглощений – этап экономической неопределенности – с 2010 г. по настоящее время.

Период 2010–2019 гг. в российской экономике характеризуется высокой экономической неопределенностью: девальвация рубля, сокращение экономических связей с Европой и США, европейские и американские санкции, а также ответные меры со стороны России, падение реальных доходов населения и, как следствие, потребительского спроса, спад в промышленности. Динамика российского рынка M&A представлена на рис. 6.

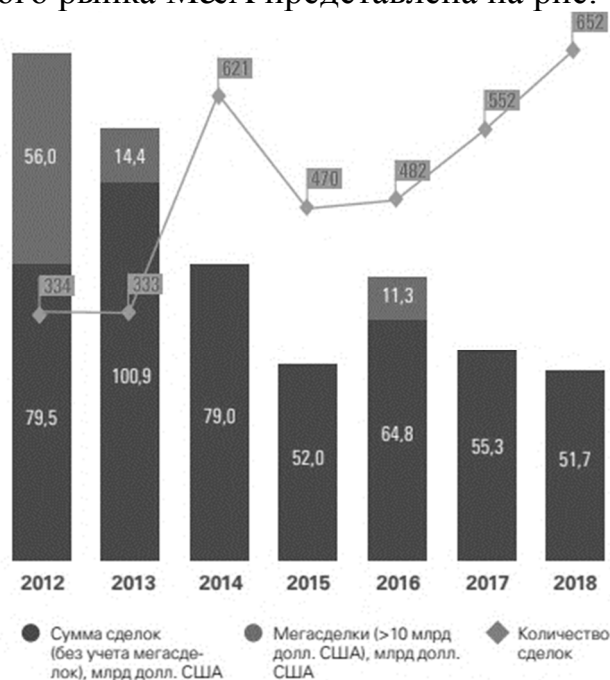


Рис.6. Динамика российского рынка M&A в период с 2012 г. по 2018 г. [23]

Инвесторам удалось приспособиться к существующим реалиям – санкциям и более низким ценам на нефть, – и они смогли переориентироваться на новые перспективы, возможные, с одной стороны, благодаря выходу экономики из рецессии, а с другой – благодаря инициативам правительства по выработке новой стратегии развития промышленности.

¹² Речь идет о старой редакции Закона от 08.01.1998 № 6-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)». Во избежание банкротства многие компании были готовы продавать имеющиеся в их собственности контрольные пакеты акций других предприятий либо заключить мировое соглашение. Изменения, внесенные в ФЗ от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» существенно затруднили поглощение путем реализации процедуры банкротства.

В 2017 г. наблюдался существенный рост числа и суммы сделок не только в добывающих отраслях и энергетике, которые традиционно определяли ситуацию на российском рынке M&A. Если не принимать во внимание нефтегазовый сектор, то сумма сделок в 2017 г. выросла на 37 % до 48,5 млрд. долл. США по сравнению с 35,5 млрд. долл. в 2016 г. В 2018 г. инвесторы заняли выжидательную позицию, снизив темпы своей инвестиционной активности. В 2018 г. рост суммы сделок относительно 2017 г. зафиксирован только в двух секторах экономики – нефтегазовом и потребительском.

Инвесторы также позитивно отреагировали на инициативу и дальнейшие шаги правительства по реализации новой стратегии развития промышленности, направленной на диверсификацию и расширение числа отраслей, экспортирующих продукцию (помимо традиционно лидирующей по экспорту добывающей отрасли). Так называемая программа локализации вместе с повышением конкурентоспособности экономики способствовали росту интереса инвесторов к более широкому кругу отраслей (рис. 7).

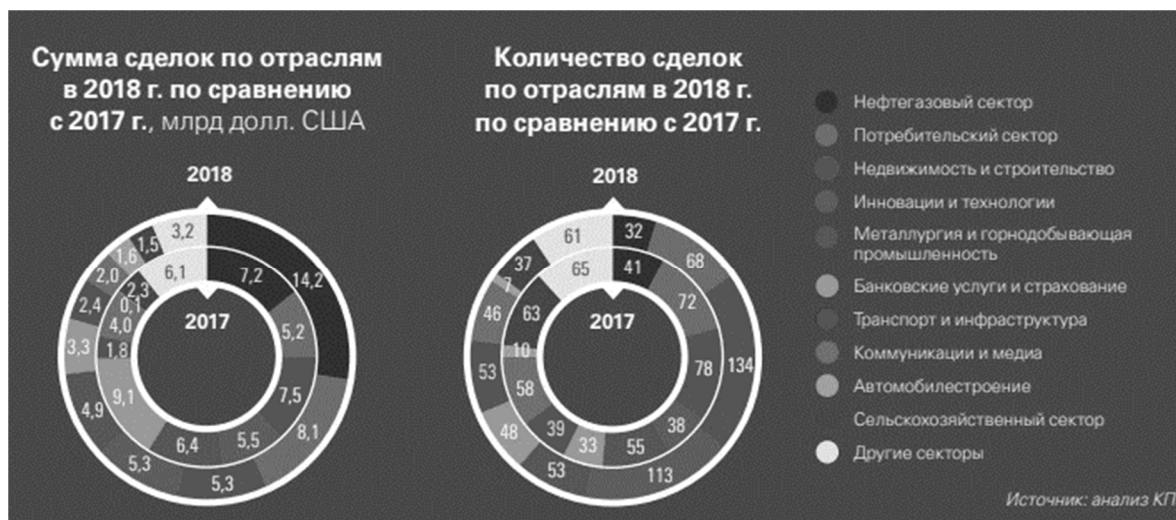


Рис. 7. Сделки M&A по отраслям российской экономики в 2017 и 2018 гг. [23]

Ключевые сделки 2017 г. представлены в табл. 7.

Таблица 7

Крупнейшие сделки на российском рынке M&A в 2017 г.

№	Объект сделки	Сектор	Покупатель	Продавец	Приобретенная доля, %	Сумма сделки, млн. долл. США
1	НК «Роснефть»	Нефтегазовый	CEFC China Energy Company Limited	Glencore, Катарский суверенный фонд	14,2	9 254
2	Банк «ФК Открытие»	Банковские услуги и страхование	ЦБ РФ	Частные акционеры	99,9	7 720
3	Совместное предприятие по онлайн заказу поездок Yandex и Uber	Инновации и технологии	Yandex N.V., Uber Technologies	Yandex N.V., Uber Technologies	59,3 36,6	3 800

№	Объект сделки	Сектор	Покупатель	Продавец	Приобретенная доля, %	Сумма сделки, млн. долл. США
4	Holland & Barrett International	Потребительский сектор	Letter One Group	The Nature's Bounty Co, The Carlyle Group	100,0	2 250
5	Южно-Русское газовое месторождение	Нефтегазовый	OMV	Uniper SE	25,0	2 040
6	СИБУР Холдинг	Химическая промышленность	Л. Михельсон	К. Шамалов	14,3	1 910
7	Eurasia Drilling Company Limited	Нефтегазовый	Schlumberger	Частные акционеры	51,0	1 910
8	En+ Group	Металлургия и горнодобывающая промышленность	Катарский суверенный фонд, An An Group, Российский фонд прямых инвестиций	О. Дерипаска	18,8	1 500
№	Объект сделки	Сектор	Покупатель	Продавец	Приобретенная доля, %	Сумма сделки, млн. долл. США
9	Торговые центры Immofinanz в Москве	Недвижимость и строительство	Fort Group	Immofinanz	100,0	1 051
10	МегаФон	Телекоммуникации и медиа	Газпромбанк	Telia	19,0	1 046

Курс геополитической диверсификации, проводимый правительством, продолжает способствовать росту активности иностранных инвесторов в России. Количество таких сделок удвоилось по сравнению с 2016 г. (максимальный уровень с 2010 г.), вырос и объем инвестиций из-за границы, в особенности из азиатских стран, на которые пришлось свыше 47 % от общей суммы в 22,5 млрд. долл. США, вложенной в российские активы иностранными инвесторами.

Несмотря на то, что сделка по приобретению компанией CEFC 14,16 % акций «Роснефти» у Glencore и Катарского суверенного фонда сыграла в этом ведущую роль, общее число сделок с азиатскими инвесторами в 2017 г. выросло более чем вдвое по сравнению с 2016 г. Выход российской экономики из рецессии привел также к возобновлению интереса к ней со стороны европейских и североамериканских инвесторов. После периода затишья в 2016 г. американские стратегические инвесторы вернулись в Россию, вложив в российские активы более 1,9 млрд. долл. США.

Несмотря на то, что количество сделок по приобретению иностранных активов российскими инвесторами по сравнению с 2016 г. не изменилось, общая сумма сделок упала на две трети из-за меньшего числа крупных сделок. В 2017 г. 52% внешних инвестиций России пришлось на европейские компании, самой крупной сделкой стало приобретение инвестиционной компанией с российским капиталом LetterOne Group крупнейшей в Европе продуктовой сети здорового питания Holland & Barrett International на общую сумму 2,25 млрд. долл. США.

Сумма сделок по приобретению российских активов европейскими инвесторами выросла более чем вдвое – с 1,4 млрд долл. США в 2016 г. до 3,3 млрд. долл. в 2017 г.

Отличительной особенностью российских корпоративных интеграций являются наиболее высокие требования к доле в акционерном капитале для осуществления контроля над предприятием. Если в США в условиях распыленности акционерного капитала пакет в 10–12% акционерного капитала может рассматриваться как «контрольный», то в России формально контрольного пакета (50% + 1 голос) обычно оказывается недостаточно, так как ключевые решения требуют одобрения квалифицированным большинством (75% + 1 голос). Поэтому для снятия постоянной угрозы «блокирования» всех решений необходимо приобретать долю не менее 75% + 1 голос.

Другой особенностью рынка является незаконное присвоение активов – наиболее распространенная форма экономических преступлений в России. Второе место в занимают взяточничество и коррупция [19].

Таким образом, современному российскому рынку M&A присущи проблемы, вектор которых повторяет общеэкономические сложности:

1. Ярко выраженная сырьевая направленность (большинство сделок в сфере M&A происходит в нефтегазовом секторе, металлургии и горнодобывающей промышленности).

2. Высокий объем и количество сделок по слиянию и поглощению между банками, что обусловлено политикой Центрального банка РФ, направленной на консолидацию банковского сектора.

3. Чрезмерная концентрация капитала: акционеры стремятся обеспечить максимальный контроль над предприятием с целью защиты своих инвестиций, что обусловлено слабой правовой базой, которая плохо защищает права инвесторов.

4. Несовершенство законодательства, отсутствие четких механизмов реализации предписанных норм, низкая прозрачность деятельности корпораций и закрытость информации по сделкам.

5. Остро стоящая проблема враждебных корпоративных захватов: сделки, по которым возникают юридические споры, требующие судебного расследования, силовые методы, методы политического давления и другие действия, направленные на получение контроля над активами в обход установленных принципов корпоративного права.

6. Подавляющее большинство сделок являются внутренними, с каждым годом иностранный капитал все реже участвует в сделках с российскими

компаниями, по причине слабого курса рубля по отношению к американской и европейской валютам, российские компании также ограничены в выборе желаемых иностранных активов, так как существенно увеличилась разница между ожиданиями продавца и возможностями покупателя [8].

Резюме по теме 2

1. Вопрос о природе рынка корпоративного контроля, в связи с его неоднозначностью, открывает большие возможности для эмпирических исследований. Очевиден итог: сделка слияния и поглощения выгодна, если она приносит прибыль, то есть стоимость объединенной компании выше, чем сумма стоимостей компаний по-отдельности.

2. Исторический анализ мирового рынка M&A позволяет выделить шесть волн слияний и поглощений.

3. Зарождение института слияний и поглощений в России началось примерно с середины 90-х гг. XX века и напрямую связано с распадом СССР и переходом к рыночной экономике. «Промахи» российского законодательства в немалой степени послужили созданию возможностей для недружественных поглощений.

4. В целом российский рынок M&A имеет большой потенциал, однако одним из важнейших условий его роста является уверенность инвесторов не только в «завтрашнем дне», но и в том, что их права защищены законом, а государство заинтересовано во взаимовыгодном партнерстве.

5. Актуальными для России остаются вопросы стабилизации внешнеполитических отношений, роста экономики и реформ законодательства, направленных на защиту интересов собственников и инвесторов.

Вопросы для обсуждения по теме 2

1. Как вы понимаете природу процессов слияний и поглощений?
2. Почему изменения рынка слияний и поглощений носят волнообразный характер? Чем обусловлено повышение активности рынка и его спад?
3. Каковы тенденции развития мирового рынка слияний и поглощений?
4. Каковы основные вехи в становлении российского рынка M&A?
5. Определите основные особенности и проблемы в развитии современного российского рынка M&A. Чем они обусловлены?
6. Каковы перспективы развития российского рынка корпоративного контроля в ближайшей перспективе?

Ситуация для анализа по теме 2

Развитие нефтегазовой отрасли как зеркала рынка корпоративного контроля

Прочитайте статью и ответьте на вопросы:

1. Каковы ключевые факторы внешней среды, предопределяющие тенденции развития нефтегазовой отрасли в контексте слияний и поглощений?

2. В чем заключаются основные конкурентные преимущества компаний, реализующих сделки слияния и поглощения? Каковы последствия этих процессов?

3. Каковы тенденции развития нефтегазовой отрасли на современном этапе с позиции сделок на рынке корпоративного контроля? Каковы перспективы российских и центрально-азиатских ВИНК?

Развитие нефтегазовой отрасли как «зеркало» рынка корпоративного контроля

Развитие мировой экономики базируется на энергоресурсной базе: до середины XX века уровень экономического роста тесно коррелировал с потреблением угля, далее – с потреблением нефти, позднее – газа и атомной энергии. На современном этапе обладание ресурсами углеводородов экономически и политически выдвигает страну-производителя в разряд влиятельных игроков не только сырьевого, но и мирового рынка в целом, позволяет ей иметь политические преимущества при реализации собственных интересов в системе международных отношений.

Период экстенсивного развития до нефтяных кризисов 1970-х гг.

В 1870 г. американский бизнесмен и промышленник Джон Рокфеллер¹³ создает первую интегрированную компанию Standart Oil, охватывающую все этапы нефтяного бизнеса – от добычи сырой нефти до продажи нефтепродуктов. Со временем компания начинает контролировать почти 90 % перерабатывающих мощностей, хранилищ и трубопроводов на американском нефтяном рынке и становится классическим примером монополизации бизнеса внутри страны и успешной конкуренции на внешнем рынке. В 1909–1914 гг. в ходе антимонопольного процесса против Standart Oil Верховный суд США выносит постановление о роспуске компании, в результате чего компания делится на несколько частей по территориальному принципу:

- Standart Oil of New Jersey (впоследствии Exxon),
- Standart Oil of New York (впоследствии Mobil),
- Standart Oil of California (впоследствии Chevron),
- Standart Oil of Ohio (впоследствии американское отделение British Petroleum),
- Standart Oil of Indiana (впоследствии Amoco),
- Continental Oil (впоследствии Conoco),
- Atlantic (ARCO).

Эти компании составили костяк Международного нефтяного картеля (1928 г.)¹⁴, определявшего политику в мировой нефтяной промышленности и влиявшего на формирование нефтяных цен весь XX век.

Открытие нефти в Персии (Иран) в 1908 г. вызывает «нефтяную лихорадку» на Ближнем и Среднем Востоке. Разворачивается острая борьба за сферы влияния между крупнейшими мировыми державами – Великобританией, Германией, Россией и США. Основными претендентами на разработку нефтяных ресурсов Османской империи накануне Первой мировой войны стали Великобритания и Германия, однако сотрудничества между

¹³ Первый долларовый миллиардер в истории человечества.

¹⁴ Соглашение 1928 г. о разделе рынков сбыта и новых месторождений нефти. Достигнута договоренность о совместном регулировании цен на нефть. В 1945 г. англо-американским межправительственным соглашением МНК официально был узаконен. В него вошли пять американских, одна британская и одна англо-голландская корпорация.

ними в нефтяной сфере не получилось. Борьба за нефть становится важнейшим аспектом в нарастающих международных противоречиях.

В первые десятилетия XX века неравномерность географического распределения нефтяных месторождений в мире приводит к острой конкурентной борьбе за влияние на нефтеносные территории. В 1914 г. правительство Великобритании приобретает «Англо-Персидскую нефтяную компанию» (впоследствии British Petroleum), которая владела концессией на месторождения нефти в Персии (современный Иран). Германия, Франция и США боролись за влияние на нефтеносные районы Месопотамии (современный Ирак).

В 20–30 гг. XX века ареной борьбы за нефть становится Ближний Восток. Сближение США и Великобритании приводит к созданию антифранцузского союза – Международного нефтяного картеля.

В России после Октябрьской революции нефтяная промышленность национализирована, экспорт нефти становится важнейшим источником поступления валюты в СССР. Основные месторождения – на территории Северного Кавказа и Закавказья (90 % добычи нефти в 1937 г.). Конец 1920-х – начало 1930-х гг. – освоение Волго-Уральского нефтяного региона («Второй Баку»).

После Второй мировой войны быстрое экономическое развитие и внедрение основанных на использовании нефти технологических систем способствовало значительному расширению спроса на нефтепродукты, что вызвало увеличение мировых цен на нефть. Открытие новых гигантских запасов нефти на территории Кувейта, Саудовской Аравии, Ирана, Ирака привело к тому, что центр мировой добычи стал перемещаться из Карибского бассейна в район Персидского залива.

В 1950-е гг. происходит удвоение объемов мировой добычи, главным образом за счет Ближнего Востока и Африки – регионов с наиболее низкими производственными издержками. Значительный разрыв в себестоимости нефти и альтернативных источников энергии обусловил возможность вытеснения угля из топливно-энергетического баланса развитых стран.

В 1951 г. национализуется нефтяная промышленность в Иране, что приводит к кризису, который продемонстрировал растущую зависимость мирового нефтяного рынка от ближневосточных поставок. Он показал уязвимость транспортных маршрутов через политически нестабильные страны и необходимость строительства супертанкеров для транспортировки нефти обходными маршрутами.

До начала 1970-х гг. рынок нефти является одним из наиболее монополизированных в мировой торговле, будучи практически полностью контролируемым со стороны МНК. Цены устанавливались нефтяными олигополиями в одностороннем порядке, носили по существу трансфертный характер и были занижены, что соответствовало стратегии картеля, направленной на расширение потребления жидкого топлива.

Для противостояния нефтедобывающих стран МНК в 1960 г. создается ОПЕК – картель независимых производителей нефти, который к 1970 г. берет под реальный контроль собственные энергоресурсы. ОПЕК ограничила права иностранных компаний и обязала их согласовывать любые изменения объемов добычи и цен. В настоящее время на долю ОПЕК приходится 40 % мировой добычи и 50 % мировой торговли нефтью.

Период энергетических кризисов 1970-х гг.

В конце 1973 г. в период Йомкиппурской (арабо-израильской) войны на Ближнем Востоке страны ОПЕК повысили цены на нефть на 70 % (эмбарго против стран, оказавших политическую и военную поддержку Израилю). Поставки нефти были сокращены, промышленно развитые страны столкнулись с энергетическим кризисом, дестабилизировавшим мировую экономику. Номинальные цены на нефть возросли в 1974 г. более чем в 4,5 раза – до 11,5 долл./барр.

В 1974 г. создано Международное энергетическое агентство.

Второй энергетический кризис 1979 г. был вызван революцией в Иране (второй в мире крупнейший экспортер нефти), прекращением экспорта из этой страны. Вновь

произошло сокращение предложения нефти на мировом рынке. Это обусловило новый трехкратный рост цен до 30 долл./барр.

В результате значительного увеличения цен стало возможным вовлечение в разработку ранее не рентабельных месторождений со сложными условиями добычи (Северное море, удаленные районы США, Канады, СССР). Это привело к расширению добычи нефти и росту среднемировых издержек предложения. Одновременно в большинстве развитых стран были проведены мероприятия по повышению эффективности энергопотребления (внедрению энергосберегающих технологий), что обусловило сокращение спроса на нефть. Доходы стран – членов ОПЕК сократились.

Динамика мировых цен на нефть в 1980–2005 гг.

С целью преодоления негативных для нефтеэкспортеров тенденций, страны ОПЕК попытались договориться о сокращении экспортных квот, но некоторыми участниками картеля (Венесуэла, Нигерия) в этот период производились дополнительные поставки нефти на мировой рынок, что нивелировало усилия партнеров по изменению ценовой конъюнктуры.

В 1986 г. Саудовская Аравия, где издержки по добыче нефти являются одними из самых низких в мире, объявила ценовую войну другим поставщикам, значительно увеличив экспорт. Это привело к обвальному (более чем в 2 раза) снижению цен на нефть.

1990 г. – вторжение Ирака в Кувейт («Война в заливе»). Разрушение месторождений ограничило предложение дешевой нефти и стимулировало повышение цен. Последовал единоклассный протест мирового сообщества (операция «Буря в пустыне»), продемонстрировавший важность поддержания мира на Ближнем Востоке, на который приходится большая часть экспорта в Европу и США.

Причинами значительного падения цен на нефть в 1997–1999 гг. (с 23 до 9,62 долл./барр. в феврале 1999 г.) стал рост предложения нефти и увеличение доли нефтяной продукции с низкой себестоимостью. Дополнительными факторами расширения дешевого предложения выступили нарушения странами ОПЕК установленных квот, а также реализация программы ООН в отношении Ирака «Нефть в обмен на продовольствие», в результате которой Ираку было разрешено возобновить поставки на мировой рынок. Одновременно сократился спрос на сырую нефть в странах Дальнего Востока и Юго-Восточной Азии.

Мировой финансовый кризис 1998 г. спровоцировал волну слияний и поглощений. За 5 лет из «семи сестер» осталось четыре игрока – Exxon Mobil, Royal Dutch Shell, BP – Amoco, Chevron – Техасо. Также возникли Conoco Phillips и Total Fina Elf.

В первые годы XXI века начинается нефтяной бум, что обусловлено увеличением спроса, прежде всего со стороны Китая и США. В КНР продолжаются быстрый экономический рост и моторизация, формирование государственного стратегического резерва нефти. По состоянию на 11 июля 2008 г. цена превышала 147 долл./барр.

СССР, открыв месторождения Западной Сибири, смог существенно увеличить свой потенциал в начале 1980-х гг. Снижение цен на нефть к началу 1990-х гг. привело к резкому спаду экономики и распаду всей советской системы хозяйствования. В 1991 г. в результате распада Советского Союза и значительного снижения цен на нефть появляются новые независимые страны – производители нефти и газа – Россия, Казахстан, Азербайджан, Туркмения, Узбекистан. Нарушена единая система транспортировки нефти и газа на экспорт в европейские страны. Россия потеряла нефтеперевалочные порты на Балтийском и Черном морях, центрально-азиатские страны – экспортные трубопроводы.

Особое геополитическое значение приобретает Каспийский регион, который стал рассматриваться как альтернативный России источник энергоресурсов для европейского и азиатского рынков. Проблема обеспечения бесперебойности и стабильности поставок энергоресурсов на европейский рынок привела к необходимости подписания в 1991 г. Европейской энергетической хартии. Зависимость от цены на нефть является ключевой характеристикой стран, ориентированных на сырьевые ресурсы и экспорт углеводородов.

Современные энергетические рынки переживают новый этап эволюции: оптимизм по поводу роста возможностей использования природного газа, сокращение программ развития атомной энергетики (Фукусима), рост доли нетрадиционного, в первую очередь сланцевого, газа в мировом потреблении.

За последние 50 лет природный газ стал одним из важнейших источников энергии, представляя 33 % мировой торговли энергоносителями, произошло значительное приращение разведанных запасов (с 16 лет потенциальной добычи в 1960-х гг. до 58 лет в 2011 г.). Благодаря развитию нетрадиционного (прежде всего сланцевого) газа, североамериканский рынок превращается из импортозависимого в экспортно-ориентированный. Рост спроса на газ (Китай, Индия), а также повышение роли экологической составляющей в энергопотреблении развитых стран дает основание считать газ главным фактором изменения мирового энергетического баланса до 2030 г. Присутствие разветвленной структуры газотранспортных магистралей на территории ЕС, растущий китайский рынок вызывают новые риски, прежде всего для производителей России и Катара.

Отдельного рассмотрения заслуживают газовые проекты разработки арктического шельфа (данные проекты становятся рентабельными при цене нефти не ниже 100 долл./барр).

Составлено по материалам:

1. Миловидов К.Н., Коржубаев А.Г., Эдер Л.В. *Нефтегазообеспечение глобальной экономики: Учебное пособие.* – М.: ЦентрЛитНефтеГаз, 2006.
2. Телегина Е.А. *Углеродная экономика. Монография, т. 1.* – М.: Издательский центр РГУ нефти и газа им. И.М. Губкина, 2012

Тема 3. Процесс подготовки и реализации сделок на рынке корпоративного контроля

1. Этапы сделок слияний и поглощений
2. Due diligence
3. Процесс структурирования сделки слияния и поглощения

Этапы сделок слияния и поглощения

Процесс слияния и поглощения начинается с этапа, который сводится к скрупулезному самоанализу компании и исследованию отрасли, к которой она принадлежит. Завершается же процесс тщательно спланированной интеграцией, после слияния, которая проводится по возможности быстро, чтобы возместить ценовую премию, выплаченную за поглощение [15].

Одной из наиболее универсальных является модель, разработанная компанией Watson Wyatt, на основе которой можно разработать модифицированную модель для каждого конкретного случая [6]. В соответствии с данной моделью следует выделять пять основных этапов проведения сделок слияния и поглощения (рис. 8).



Рис. 8. Этапы сделки слияния и поглощения

Этап 1: домашняя работа

Оценив компанию и изучив меняющуюся структуру отрасли и ее участников, можно получить четкое представление о том, какой путь наращивания стоимости лучше всего подходит данной компании. Здесь следует рассмотреть три возможности:

1) укрепить основной бизнес через привлечение новых потребителей либо расширение или обновление ассортимента производимой продукции;

2) капитализировать функциональную экономию от увеличения масштабов деятельности, снизив издержки и повысив качество продукции;

3) извлечь выгоду из передачи технологии или навыков.

Одни компании умеют делать что-то лучше, чем другие, а некоторые обладают собственными уникальными технологиями. Если умения или технологии удастся распространить на новое предприятие или проекты, они становятся реальным источником дополнительной стоимости.

На данном этапе организации сделки необходимо ответить на следующие вопросы. Кто в организации должен оформить сделку? Какая информация и когда должна поступать в совет директоров? Сделки какого типа должны получать одобрение со стороны акционеров? Существуют ли ограничения на формы вознаграждения работникам поглощаемой компании? Не содержат ли контракты компании (с потребителями, поставщиками, работниками) какие-то положения, которые могут вступить в противоречие со сделкой того или иного типа? Каков налоговый статус компании и как на него может повлиять та или иная сделка?

Этап 2: отбор кандидатов

Компании, преуспевшие в слияниях и поглощениях, сами активно занимаются поиском и тщательным отбором достойных кандидатов. Конечно, имеет смысл объяснить свои критерии отбора некоторым инвестиционным банкам и другим посредникам, кто может обладать какими-либо особыми сведениями о потенциальном кандидате. Необходимо самостоятельно вести поиск кандидатов на поглощение, не дожидаясь предложений со стороны банка. Зачастую, когда инвестиционный банк предлагает компанию «на продажу», на нее уже есть масса претендентов. Если оценка кандидатов проводится в большой спешке, плата за сделку будет слишком высокой. Оптимальным подходом является составление обширной базы данных, в которую необходимо включить всех предполагаемых кандидатов из интересующих областей бизнеса. Затем необходимо наблюдать за кандидатами в течение нескольких лет и периодически обновлять собранную информацию. Возможно сократить список кандидатов, пользуясь критериями отсева. В итоговом перечне на втором этапе подготовки сделки должны остаться кандидаты, чей бизнес стабилен, обещающие синергетический эффект в наращивании доходов и снижении издержек, близкие по культуре, подходящие по цене и доступные, по крайней мере потенциально, для покупки.

Этап 3: углубленная оценка самых перспективных кандидатов

После того как список кандидатов определен, необходимо оценить стоимость каждого из них и выработать стратегии создания стоимости посредством слияния. Необходим четкий план действий, который позволил бы с избытком возместить затраты на покупку. Поскольку ценовая премия составляет 30–40 % сверх рыночной стоимости компании-цели до поглощения, необходимо понимать, насколько мощным будет синергетический эффект.

Проводя оценку кандидатов, необходимо помнить о разнице между их ценностью для компании-покупателя и ценой покупки. Главная задача – максимизировать первую величину и минимизировать вторую. Чтобы понять,

какой будет стоимость компании-цели в стоимости компании-покупателя, необходимо определить стоимость последней как самостоятельной бизнес-единицы.

Стоимость компании-цели как самостоятельной бизнес-единицы следует рассмотреть с нескольких точек зрения, учитывая средние оценки фондовых аналитиков и результаты ее прошлой деятельности, а также бизнес-планы. Синергетический эффект также следует с максимально возможной точностью разложить на составляющие и измерить количественно. Следует, однако, заметить, что на текущий момент отсутствует универсальная формула, позволяющая точно подсчитать ожидаемый экономический эффект синергии при слиянии или поглощении.

Синергетические преимущества делятся на три обширные категории:

1. Универсальные – доступные любой рациональной компании-покупателю, которая обладает сильным менеджментом и необходимыми ресурсами (например, многие виды экономии от увеличения масштабов деятельности).

3. Специфические – доступные лишь некоторым компаниям-покупателям, принадлежащим к той же отрасли, что и продаваемая компания (например, экономия за счет охвата).

4. Уникальные – доступные только конкретному покупателю или продавцу (например, экономия за счет уникальной технологии).

Ценность синергии для покупателя и продавца зависит от типа синергетических преимуществ и от того, в чьих в руках сосредоточен контроль над их реализацией. При анализе потенциальной синергии следует рассмотреть возможности реструктуризации и финансового конструирования. Активы, обладающие большей ценностью для других владельцев, можно с выгодой перераспределить при помощи ликвидации, объединения, обособления или выкупа за счет займа. Подобные примеры позволяют также материализовать стоимость скрытых активов, таких как избыточные пенсионные фонды или недоиспользуемые объекты недвижимости. Наконец, следует рассмотреть альтернативные финансовые схемы, такие как продажа с обратным лизингом, передача имущества в трастовое управление с выплатой роялти, паевое участие и управленческие акции, а также платежные союзы на случай непредвиденных обстоятельств и проч.

В экономике слияний и поглощений важную роль играют условия налогообложения. Эта область непрерывно меняется, отличается чрезвычайной сложностью и обладает особой спецификой применительно к отдельной юрисдикции и статусу каждой компании.

Важно также учитывать особенности бухгалтерского учета при слияниях и поглощениях, так как менеджеры обязаны предоставить отчеты о результатах такого рода сделок в соответствии с определенным набором правил.

Этап 4: ухаживание, переговоры и торги

Процесс ухаживания имеет тройную цель: больше узнать о точках соприкосновения двух компаний, позволить продавцу привыкнуть к мысли о

предстоящей продаже, а также дать возможность привыкнуть к компании как к покупателю.

Умелое и грамотное ведение торгов поможет компании-покупателю избежать переплаты и не даст ей возможности пойти на уступки. Компании, которые потерпели неудачу в процессе слияния и поглощения из-за чрезмерного завышения цены, сами впоследствии могут стать объектами поглощения.

Ведение переговоров – высокое искусство. Успех зависит от способности руководства компании твердо отстаивать свои интересы и в то же время эффективно, с пониманием, взаимодействовать с противоположной стороной. Необходимо иметь представление о результативных способах преодоления разного рода препятствий, возникающих в ходе переговоров. Препятствия эти могут возникать на почве разногласий по поводу совместных перспектив, а также из-за естественного желания разделить риски. В случае покупки частной фирмы или структурного подразделения компании преодолеть разногласия помогают схемы платежей, которые основаны на достижении установленных нормативов прибыли. В прочих случаях работают схемы платежей, привязанных к нормативу сохранности клиентской базы.

Этап 5: управление интеграцией после слияния

Для проведения эффективной интеграции после слияния топ-менеджмент должен решить три обширные группы задач:

1. Определить новую бизнес-модель, для чего необходимо выполнение следующих действий:

- выбор единого стратегического направления деятельности объединенной компании;
- разработка новой операционной модели;
- установление четких целевых нормативов и порядка подотчетности подразделений, определение системы мотивации.

2. Устранить неопределенность и конфликты, что включает осуществление следующих необходимых действий:

- определение состава высшего менеджмента созданной компании;
- выделение лучших исполнителей;
- налаживание контакта со всеми группами работников объединенной компании.

3. Преодолеть внешнее давление, для чего необходимо осуществить следующие меры:

- обоснование сделки перед ключевыми клиентами;
- поддержание общения с внешними заинтересованными группами (стейкхолдерами);
- обеспечение контактов с регулирующими органами.

Скорость выполнения перечисленных действий играет решающую роль в интеграции после осуществления слияния. Оперативность работы устраняет неопределенность относительно дальнейшей судьбы организации, позволяет добиться увеличения денежного потока, необходимого для формирования стоимостного потенциала объединенной компании.

В формальной модели Watson Wyatt пять рассмотренных этапов представлены в последовательности их выполнения. Однако на практике указанные процедуры чаще всего осуществляются параллельно, своевременно обеспечивая необходимую информацию базу для принятия обоснованных управленческих решений (рис. 9).

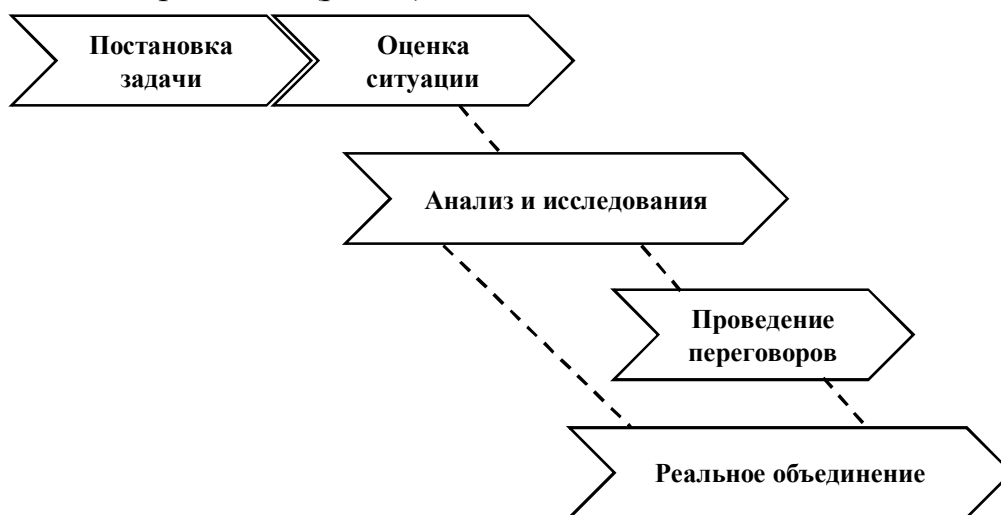


Рис. 9. Применение модели Watson Wyatt на практике [6]

Эмпирический опыт позволил систематизировать ряд факторов, оказывающих позитивное или негативное влияние на результат сделок слияния и поглощения. Эти факторы представлены в табл. 8.

Таблица 8

Основные позитивные и негативные факторы, влияющие на результативность сделок слияния и поглощения

Факторы, влияющие на результативность сделок слияния и поглощения	Основные ошибки, снижающие эффективность	Основные факторы, обеспечивающие успешность
Критерий выбора компании-цели компанией-покупателем	Корпоративное соответствие	Стратегические цели
Планы преобразования основных бизнес-структур	Нереалистичные	Выполнимые
Темпы формирования конкурентоспособной управленческой команды	Недостаточные	Своевременные
Проработка целей, задач и синергетических эффектов сделки на всех уровнях: от топ-менеджеров до рядового персонала	Основное внимание уделяется не развитию компании, а сокращению издержек	Ориентация на фундаментальные преобразования, имеющие перспективу

Факторы, влияющие на результативность сделок слияния и поглощения	Основные ошибки, снижающие эффективность	Основные факторы, обеспечивающие успешность
Резерв экономической эффективности	Сокращение персонала и закрытие предприятий	Поиск перспективных стратегических источников роста
Корпоративная структура	Навязывание компанией-покупателем	Ориентация на создание дополнительной стоимости, а не на сам факт интеграции
Коммуникации с персоналом	Неэффективные	Выстраивание каналов коммуникаций со всеми уровнями сотрудников
Роль риск-менеджмента	Неумение управлять рисками	Риск-менеджмент как один из ключевых аспектов управления
Подбор партнеров и консультантов	Не уделяется должного внимания, поскольку требует дополнительных затрат	Осуществляется по различным аспектам бизнеса

Главные причины неудач при сделках по слиянию заключаются в том, что покупатели слишком дорого платят за приобретение актива, а после поглощения зачастую осуществляют слабое управление объединенной компанией.

Возможная переплата компанией-покупателем объясняется рядом причин, к которым относятся:

- чрезмерно оптимистическая оценка рыночного потенциала поглощаемой компании;
- переоценка синергетического эффекта;
- небрежная проверка экономической и юридической чистоты сделки;
- завышение продавцом цены в процессе торгов.

Если исходить из того, что заплаченная цена должна позволить покупателю извлечь дополнительную выгоду из сделки, сразу обнаруживается следующий барьер на пути к цели – исполнение. При слияниях и поглощениях особенно трудно реализовать качественную стратегию из-за сложности объединения двух различных организаций. В процессе такого объединения не редко рушатся прежние отношения с потребителями, работниками и поставщиками, что может нанести ущерб стоимости бизнеса. Те, кто активно проводит поглощения, верят в свою способность улучшить деятельность компании-цели, наделив ее новыми управленческими ресурсами, но нередко все заканчивается полным истощением этих ресурсов, хотя именно интеграция должна служить источником выгоды, получение которой оправдывает поглощение. Плохо проведенная интеграция может обойтись так же дорого, как и полная неудача в ее проведении. В табл. 9 приведены примеры наиболее известных неудачных слияний [6].

Наиболее известные неудачные сделки по слиянию и поглощению

Сделка	Год	Проблемы	Результаты
Поглощение World Perfect компании Novell	1994	Корпоративные культуры, включающие принципиально разные взгляды на обслуживание потребителей	Компания Novell продана в 1996 г. дешевле, чем была приобретена за два года до этого
Слияние Homedco Group и Abbey Health-care с созданием новой компании Arria Health-care Group	1995	Напряженная конкуренция между объединившимися компаниями; значительные различия в управленческой структуре и процедуре принятия решений	В течение первого года после объединения курс акций Arria упал на 50%, объем продаж возрос всего на 4%
Сделка	Год	Проблемы	Результаты
Поглощение Frame Technology компанией Adobe Systems	1995	Компания Adobe не смогла оценить сильные стороны модели бизнеса Frame, в результате чего было уволено большинство сотрудников отдела продаж по телефону	Объем продаж Frame упал на 50%, команду сбытовых агентов, работающих по телефону, пришлось создавать заново
Враждебное поглощение First Interstate Bank банком Wells Fargo	1996	Слишком стремительное объединение двух банковских структур и слепая вера менеджеров Fargo в преимущества техники	Потеря счетов корпоративных клиентов на сумму свыше 300 млн. долл.
Слияние Aetna и US Healthcare	1997	Резкое снижение качества медицинских услуг, приведшее к росту их стоимости, увольнению части персонала, задержкам заработной платы	Рост издержек на 14%, уход 37% врачей, падение прибыли и курса акций
Поглощение Southern Pacific компанией Union Pacific	1997	Технические проблемы и ошибки персонала, приведшие к резкому снижению качества обслуживания и многочисленным несчастным случаям	Падение объема продаж на 125 млн. долл., падение прибыли на 15%, уход ключевых специалистов
Слияние Monsanto и American Home Products	1998	Различия в корпоративных ценностях и стиле управления, недоразумения с распределением управленческих функций	Сделка отменена, курс акций упал на 24%

Таким образом, в современных экономических реалиях обычного органичного роста компании часто оказывается недостаточно для того, чтобы удовлетворить потребности бизнеса и обеспечить выполнение поставленных акционерами целей. В силу этого многие компании, изучив свою модель ведения бизнеса, делают выбор в пользу его развития за счет внешних стратегических источников – механизмов слияния и поглощения.

Некоторые компании приобретают своих конкурентов, другие останавливают свой выбор на нишевых участниках рынка, а наиболее крупные холдинговые компании рассматривают возможности выхода на международный рынок.

Due diligence

Результатом слияния или поглощения может стать значительное увеличение стоимости бизнеса, однако для этого требуется организовать и провести сделку таким образом, чтобы обеспечить успех ее каждого отдельного этапа – от оценки объекта и расчета синергетического эффекта до проведения переговоров и закрытия сделки, – что требует значительного опыта и высокого профессионализма.

Такая процедура тщательного и всестороннего анализа потенциального кандидата на поглощение или слияние с формированием объективного мнения об объекте инвестирования называется *due diligence*¹⁵. Обычно в сферу анализа попадают финансовые, операционные, юридические, стратегические, экологические и культурные аспекты деятельности компании-цели. Основные выводы обобщаются и выявляются те обстоятельства или факторы, которые способны помешать заключению сделки. На основе полученной информации разрабатывается предварительный вариант соглашения о слиянии, который в дальнейшем будет выступать предметом переговоров.

Чтобы обеспечить всестороннее и тщательное исследование деятельности компании-цели, должны быть изучены следующие существенные аспекты следующие существенные аспекты (табл. 10).

Таблица 10

Существенные аспекты due diligence

№ п/п	Аспект due diligence	Содержание анализа
1	Корпорация	Какова структура группы и структура корпорации? Кто выступает конечным собственником? Существуют ли корпоративные конфликты? Каков периметр консолидации?
2	Ценные бумаги	Какие ценные бумаги эмитированы корпорацией? Каков состав акционеров? Существует ли мажоритарный акционер? Входит ли государство в состав акционеров компании, оказывая тем самым существенное влияние на ее деятельность? Является ли модель корпоративного управления инсайдерской или аутсайдерской? Оказывают ли миноритарные акционеры реальное влияние на управленческие решения?
3	Финансы, бухгалтерский учет, налоги	Каково финансовое состояние корпорации? Какова ее кредитоспособность? О чем свидетельствуют основные показатели финансово-экономического анализа ее деятельности? Какова система налогообложения? Каково состояние расчетов корпорации по налогам?
4	Риск-менеджмент	Какова политика компании в отношении рисков? Кто осуществляет управление рисками? Имеется ли реестр рисков и каковы их оценки в вероятностном и стоимостном выражении? Какова процедура определения затрат на управление рисками (ликвидацию последствий наступления неблагоприятных ситуаций)?
5	Активы и недвижимость	Какие активы находятся в собственности национальных и зарубежных корпораций? Каков тип владения / пользования / распоряжения имуществом предприятия (собственность, аренда, лизинг)? Каковы затраты на содержание объектов недвижимости?

¹⁵ Due diligence (англ.) – должная добросовестность (осмотрительность, внимание).

№ п/п	Аспект due diligence	Содержание анализа
6	Содержание бизнеса	Каков объем целевого рынка? Каковы темпы роста его отдельных сегментов? Существует ли угроза появления товаров или технологий-заменителей? Какова степень государственного регулирования рынка? Кто является основным потребителем производимых товаров? На основании каких критериев он принимает решение о покупке (цена / качество / долговечность)? Следует ли ожидать изменений в потребительском спросе? Каковы основные конкуренты компании? Каковы их сильные и слабые стороны? Существуют ли барьеры на вход? Каковы затраты корпорации на научные исследования и разработки?
7	Интеллектуальная собственность	Имеются ли у компании национальные и зарубежные патенты? Существуют ли зарегистрированные товарные знаки?
8	Менеджмент и персонал	Каков состав ключевого менеджмента корпорации? Кого из ключевых работников необходимо сохранить? Существуют ли принципиальные различия в корпоративной культуре участников сделки? Могут ли эти различия привести к ощутимому снижению производительности?
9	Юридический аспект	Какова политика корпорации в отношении юридических и этических вопросов? Существует ли конфликт интересов? Имеются ли вопросы, требующие регулирования со стороны государства (лицензии, согласование тарифов и цен, антимонопольное регулирование и т.д.)? В какой степени соблюдается законодательство о труде? В какой степени соблюдается природоохранное законодательство?
10	Информационные системы	Какие автоматизированные системы используются в компании? Какие аспекты цифровизации внедрены? Каковы бюджеты на информационные технологии? Какое программное обеспечение используется? Каковы объемы траффика?

Эксперты в сфере сделок слияния и поглощения работают по следующим ключевым направлениям:

- приобретение и продажа активов;
- участие фондов прямых инвестиций;
- стратегическое консультирование применительно к сделкам слияния и поглощения;
- консультирование применительно к сделкам с участием котирующихся компаний;
- государственно-частные партнерства;
- сопровождение сделок с капиталом (формирование новых стратегических альянсов);
- налогообложение сделок;
- оценочные услуги;
- консультационные услуги по управлению персоналом в связи со сделками с капиталом;
- консультационные услуги в области интеграции бизнеса после закрытия сделок слияния и поглощения;
- услуги по управлению преобразованиями и проектами;

- анализ стратегии инвестирования в иностранные предприятия (вопросы налогообложения дивидендов, доходов от прироста стоимости активов и заимствований);
- участие в тендере на покупку бизнеса;
- проведение финансово-экономического и налогового анализа;
- содействие в переговорном процессе по вопросам заключения договора купли-продажи для приобретения бизнеса;
- корректировка цены покупки;
- налоговое структурирование сделки;
- оценка привлекательности потенциального рынка или потенциала и конкурентной позиции компании – объекта приобретения;
- анализ реалистичности бизнес-плана компании, включая риски, факторы чувствительности и потенциальные выгоды;
- оценка возможного синергического эффекта от сделки;
- анализ возможностей роста компании на региональном уровне, включая соответствующие стратегии расширения ее деятельности в регионах присутствия;
- экономический анализ бухгалтерского баланса и финансовой отчетности;
- прогнозирование устойчивости доходов бизнеса;
- анализ будущих потоков денежных средств;
- анализ операционной и коммерческой деятельности предприятия;
- налоговый анализ деятельности компании (соблюдение налоговых требований, потенциальные налоговые обязательства и налоговая политика, трансфертное ценообразование, выявление возможных зон риска, налоговое планирование);
- налоговое структурирование (определение наиболее эффективной структуры налогообложения и ее оптимального сценария). В сценарии рассматриваются международные аспекты сделки, разрабатывается стратегия проведения реорганизации до совершения сделки, анализируется налоговая эффективность финансирования, включая юрисдикцию финансирующих компаний и проведение финансового моделирования налоговых последствий для бизнеса.

Таким образом, при подготовке, проведении и закрытии сделок слияния и поглощения задействуется самый широкий круг специалистов по вопросам налогообложения, финансов, аудита хозяйственной деятельности, юридического сопровождения, в том числе в рамках международного законодательства, и оказания иных консультационных услуг.

Процесс структурирования сделки слияния и поглощения

С финансовой точки зрения структурирование сделки M&A представляет собой процесс аллокации (распределения) денежных потоков в объемах и времени, рисков и выгод между различными сторонами сделки. Сюда также относится процесс определения и удовлетворения как можно большего объема

высоко приоритетных потребностей каждой из сторон, вовлеченных в сделку, исходя из того, как будет разделен риск (рис. 10) [28].

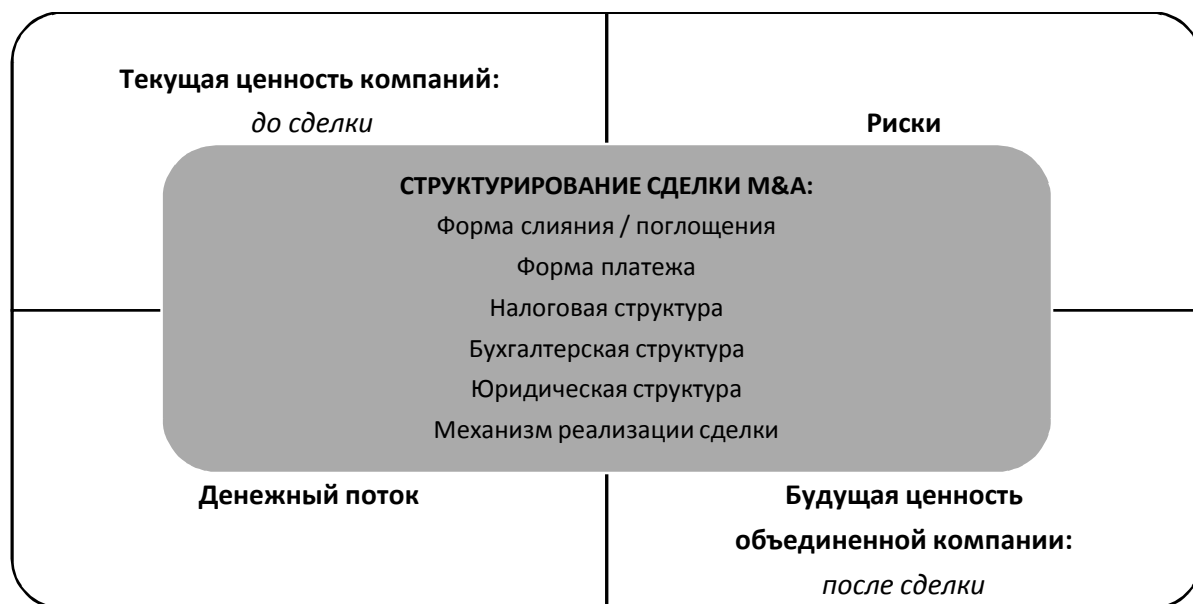


Рис. 10. Основные аспекты процесса структурирования сделки слияния и поглощения

Структуризация сделки начинается с того, что каждая из сторон определяет собственную первоначальную переговорную позицию: потенциальные риски, опции по управлению риском, подходы к разделению рисков, стоп-условия, при которых каждая из сторон выйдет из переговорного процесса (рис.11).

Стороны должны иметь четкие ответы на ряд сложных вопросов:

1. Как будет защищена собственность?
2. Как будет осуществляться корпоративный контроль?
3. Как будут трансформированы активы?
4. Как будут распределены риски между сторонами сделки?

Удовлетворительное структурирование сделки – такое, которое при приемлемом уровне риска позволяет достичь максимального числа целей сторон, вовлеченных в переговорный процесс. Процесс структурирования может быть крайне сложным из-за включения в него множества сторон, соглашений, форм платежа, источников финансирования. Решения, принятые в одной плоскости, неизбежно влекут изменения в другой плоскости. Поэтому процесс структурирования сделки – важнейший этап переговорного и аналитического процесса.

На современном этапе процессы слияний и поглощений «встроены» в систему глобальной экономики. Это означает, что данные возможности могут возникнуть в любой стране мира. Таким образом, сделки по слиянию и поглощению предполагают глобальный подход при подготовке, проведении и завершении сделок в любой точке мира, где бы в них ни возникала потребность.



Рис. 11. Процесс структурирования сделок по слиянию и поглощению

Резюме по теме 3

1. Реализация сделки слияния и поглощения представляет собой сложный многоступенчатый процесс, который включает большой спектр работ по исследованию рынков, потенциальных компаний-целей и самой компании-покупателя.

2. На ход сделки может влиять множество факторов – от нормативно-правовых ограничений до вопросов налогообложения.

3. Процесс всестороннего анализа предмета сделки называется *due diligence*.

4. Важным этапом сделки является ее структурирование, которое предполагает взаимосвязанные исследования как непосредственно процесса интеграции, так и последующей консолидации и связано с принятием системных решений по вопросам юридического, бухгалтерского, управленческого и налогового характера.

Вопросы для обсуждения по теме 3

1. Как вы думаете, почему такое значительное число сделок на рынке корпоративного контроля (свыше 60 %) терпит крах, несмотря на серьезные усилия по исследованию рынков, участников, процедур и всех этапов сделки?

2. Как вы считаете, на ком лежит ответственность за неудачную интеграцию (консолидацию)?

3. Как бы вы оценили трудоемкость сделки слияния и поглощения с момента ее начала до момента завершения? Какие факторы могут влиять на длительность данного процесса?

4. Какую сделку M&A можно назвать хорошо структурированной?

Ситуация для анализа по теме 3

Проект по осуществлению due diligence компании-цели

Работа в парах: вы и ваш коллега входите в состав рабочей группы, которая уполномочена осуществить due diligence компании-цели. Сформируйте документ-опросник по обоснованию направлений due diligence, сроков их реализации и бюджета, выделяемого на эти цели. Для каждого из направлений предложите не менее пяти вопросов, требующих изучения в рамках проведения due diligence по сделке слияния / поглощения. Запланируйте сроки и бюджет. Ответы аргументируйте. Решение представьте в виде таблицы (табл. 11).

Опросный лист для проведения due diligence

Направление	Сроки	Бюджет
Раздел I. Корпорация		
1. Периметр консолидации корпорации: компании, входящие в группу, филиалы, совместные предприятия, партнерства (с указанием юрисдикции, адреса, основных собственников)		
2.		
...		
5.		
Раздел II. Ценные бумаги		
Раздел III. Налоги		
Раздел IV. Финансы и бухгалтерский учет		
Раздел V. Риск-менеджмент		
Раздел VI. Активы и собственность		
Раздел VII. Интеллектуальная собственность		
Раздел VIII. Производственный процесс		
Раздел IX. Менеджмент, оргструктура и персонал		
Раздел X. Информационные системы		
Раздел XI. Соблюдение правовых норм		
Раздел XII. Судебные споры		

Тема 4. Методы осуществления и способы финансирования сделок слияния и поглощения

1. Способы осуществления сделок слияния и поглощения
2. Способы финансирования и оплаты сделок слияния и поглощения
3. Механизмы реализации сделок на рынке корпоративного контроля

Способы осуществления сделок слияния и поглощения

В мировой практике существует множество способов осуществления слияний и поглощений:

- 1) прямые переговоры и установление пропорций обмена акциями;
- 2) предложение о приобретении (тендерное предложение, tender offer);
- 3) построение холдинговых компаний;
- 4) построение совместных предприятий.

Рассмотрим их более подробно.

Прямые переговоры и установление пропорций обмена акциями

Прямые переговоры ведутся между менеджментом и советом директоров компаний, по завершении переговоров планы представляют на утверждение акционерам обеих компаний. Предметом переговоров выступают следующие ключевые вопросы:

1. Что именно подлежит обмену: покупка акций или приобретение активов?
2. По какой цене будет осуществлен обмен?
3. Как будет осуществлен платеж?

Предположим, компании А и В договорились о том, что компания В приобретает все активы компании А (кроме денежных средств).

В случае, если компания В платит за них деньги, то у компании А деньги остаются ее единственным активом, за счет которого она сможет расплатиться с кредиторами, а оставшиеся деньги разделить между акционерами в качестве последнего (ликвидационного) дивиденда.

В случае, если компания В платит за них собственными акциями, то компания А может либо продать акции за деньги, либо распределить их среди своих акционеров.

Одним из преимуществ приобретения активов в сравнении с приобретением акций является возможность для покупателя обойтись без одобрения со стороны своих акционеров. Такое одобрение является необходимым тогда, когда активы компании-цели приобретаются с использованием акций компании-покупателя, а покупатель еще не имеет достаточного количества акций для совершения сделки.

Предположим теперь, что компания В приобретает не активы компании А, а обыкновенные акции.

Акции могут быть приобретены за деньги, в обмен на акции или иначе. В предельном случае, когда акционеры компании А меняют все свои акции на акции компании В, компания А перестает существовать, а компания В

приобретает все ее активы и пассивы. В ином случае компания В может приобрести только часть акций компании А.

Результатом переговоров является соглашение об обмене акциями. В таких случаях определение цены приобретаемой акции в действительности оказывается установлением коэффициента обмена.

Данная модель была разработана Ларсоном и Гонедесом (Larson and Gonedes, 1969), дополнена Ягилем (Yagil, 1987).

Модель Ларсона-Гонедеса для определения коэффициента обмена может быть использована при переговорах сторон в сделке слияния и поглощения, а также при определении рыночной стоимости объединенной компании по завершении сделки; она предполагает, что размер выгод участвующих сторон зависит от величины коэффициента обмена.

Модель предполагает, следующее:

1. Коэффициент обмена и, как следствие, премия по сделке определяются ожиданием каждой из компаний (поглощающей и поглощаемой) рыночной стоимости объединенной компании (после слияния), что отражается в прогнозном множестве коэффициента «кратное прибыли» (P/E).

2. Каждая компания поддерживает, как минимум, значение цены за акцию своей компании или ее эквивалента в течение периода слияния, что также определяет коэффициент обмена [29].

В процессе сделки могут возникнуть 4 ситуации:

- 1) собственники обеих компаний выигрывают в сделке;
- 2) собственники приобретающей компании проигрывают, приобретаемой компании – выигрывают;
- 3) собственники обеих компаний проигрывают в сделке;
- 4) собственники приобретающей компании выигрывают, приобретаемой компании – проигрывают.

Отправной точкой анализа является определение максимального и минимального значения коэффициента обмена, которое могло бы быть приемлемым для акционеров поглощающей и поглощаемой компаний [29]. Эти значения находятся по следующим формулам:

$$P_1 = (P/E)_1 \times EPS_1, \quad (1)$$

где P_1 – цена акции поглощающей компании;

$(P/E)_1$ – коэффициент «кратное прибыли» поглощающей компании;

EPS_1 – прибыль на акцию поглощающей компании.

$$P_2 = (P/E)_2 \times EPS_2, \quad (2)$$

где P_2 – цена акции поглощаемой компании;

$(P/E)_2$ – коэффициент «кратное прибыли» поглощаемой компании;

EPS_2 – прибыль на акцию поглощаемой компании.

$$P_{12} = (P/E)_{12} \times \frac{E_1 + E_2}{S_1 + S_2 \times ER}, \quad (3)$$

где P_{12} – ожидаемая цена стоимости акции компании после слияния;

$(P/E)_{12}$ – ожидаемый коэффициент «кратное прибыли» после слияния;

E_1 – прибыль поглощающей компании;
 E_2 – прибыль поглощаемой компании;
 S_1 – число акций поглощающей компании;
 S_2 – число акций поглощаемой компаний;
 ER – коэффициент обмена.

С позиции акционеров приобретающей компании важно, чтобы слияние не только не ухудшило их благосостояние, но, наоборот, улучшило его, то есть условие сделки должно выглядеть следующим образом:

$$P_{12} \geq P_1, (4)$$

то есть

$$(P/E)_{12} \times \frac{E_1 + E_2}{S_1 + S_2 \times ER_1} = (P/E)_1 \times EPS_1, (5)$$

где ER_1 – коэффициент обмена для акционеров приобретающей компании.

Выразим ER_1 :

$$ER_1 = \frac{(P/E)_{12} \times (E_1 + E_2) - (P/E)_1 \times E_1}{(P/E)_1 \times E_1 \times (1/S_1) \times S_2}. (6)$$

Коэффициент обмена (ER_1) показывает, какое максимальное число акций приобретающей компании может быть эмитировано в обмен на одну акцию приобретаемой компании при условии, что благосостояние акционеров приобретающей компании не ухудшится.

Максимальное значение коэффициента обмена есть функция ожидаемого значения коэффициента «кратное прибыли» при прочих равных условиях. Первая производная показывает, что функция является возрастающей линейной, максимальная величина коэффициента обмена, приемлемая для акционеров приобретающей компании, возрастает вместе с коэффициентом «кратное прибыли» после слияния (формула 7, рис. 12).

$$\frac{\partial ER_1}{\partial (P/E)_{12}} > 0 (7)$$

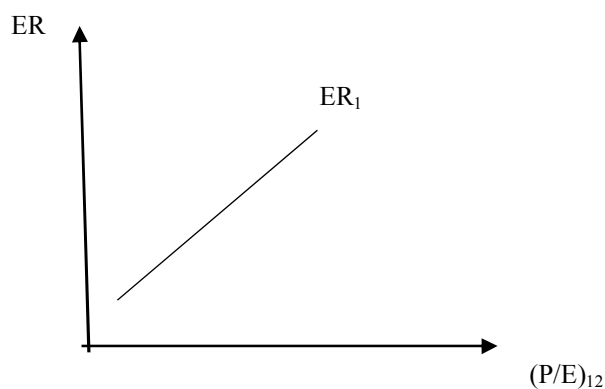


Рис. 12. Максимальное значение коэффициента обмена ER_1 для акционеров приобретающей компании как функция ожидаемого значения коэффициента «кратное прибыли»

Следует также провести подобный анализ относительно интересов акционеров приобретаемой компании. Условие по цене, которое не ухудшит благосостояния акционеров приобретаемой компании, выглядит следующим образом:

$$P_{12} \geq \frac{P_2}{ER}, \quad (8)$$

то есть

$$(P/E)_{12} \times \frac{E_1 + E_2}{S_1 + S_2 \times ER_2} = \frac{(P/E)_2 \times EPS_2}{ER_2}, \quad (9)$$

где ER_2 – коэффициент обмена для акционеров приобретаемой компании.

Выразим ER_2 :

$$ER_2 = \frac{(P/E)_2 \times EPS_2 \times S_1}{(P/E)_{12} \times (E_1 + E_2) - (P/E)_2 \times E_2}, \quad (10)$$

Коэффициент обмена (ER_2) показывает, какое минимальное число акций приобретающей компании может быть принято акционерами приобретаемой компании в обмен на одну собственную акцию, чтобы благосостояние последних не ухудшилось.

Функция ER_2 является убывающей, т.е. снижение числа акций приобретающей компании в обмен на акцию приобретаемой компании допустимо только в том случае, если это будет компенсировано ожидаемым увеличением коэффициента «кратное прибыли» после слияния (формула 11, рис. 13).

$$\frac{\partial ER_2}{\partial (P/E)_{12}} > 0. \quad (11)$$

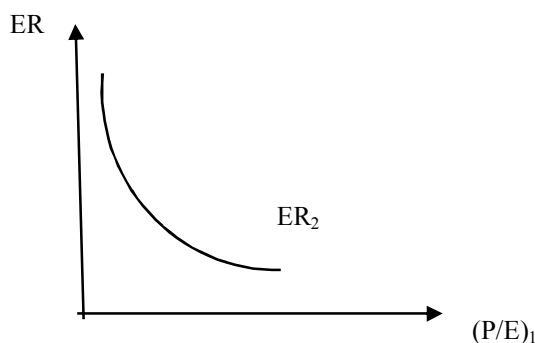


Рис. 13. Минимальное значение коэффициента обмена ER_2 для акционеров приобретаемой компании как функция ожидаемого значения коэффициента «кратное прибыли»

Совмещая в единой системе координат графики ER_1 и ER_2 , возможно определить приемлемость согласованного коэффициента обмена, зависящего от ожидаемого после слияния значения P/E (рис. 14).

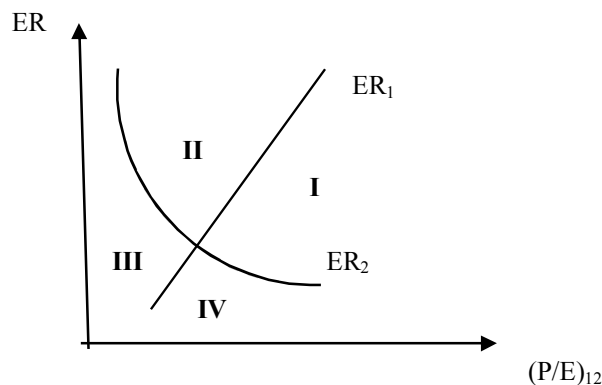


Рис. 14. Соотношение интересов акционеров приобретающей и приобретаемой компаний по вопросу установления коэффициента обмена

Графическая интерпретация коэффициента обмена позволяет определить четыре зоны интересов приобретающей и приобретаемой компаний:

I – акционеры обеих компаний выигрывают;

II – акционеры приобретающей компании проигрывают, приобретаемой компании – выигрывают;

III – акционеры обеих компаний проигрывают;

IV – акционеры приобретающей компании выигрывают, приобретаемой компании – проигрывают.

Согласованное значение коэффициента обмена зависит от переговорной силы сторон.

Предложение о приобретении (тендерное предложение, tender offer)

Тендерное предложение является одним из трех способов выкупа акций (рис. 15) [17].

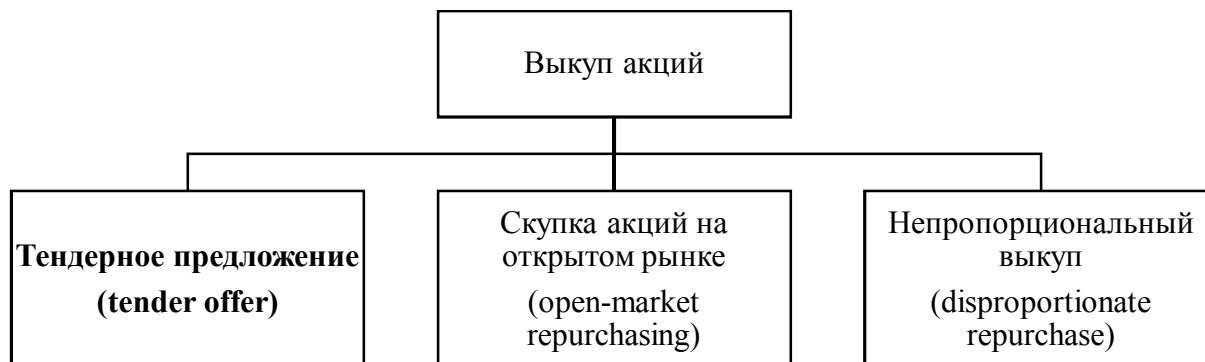


Рис. 15. Способы выкупа акций

Тендерное предложение – это публичное объявление о том, что компания хотела бы выкупить определенное число акций данной компании по фиксированной цене в течение определенного срока.

Скупка акций на открытом рынке – это приобретение акций компании через брокеров.

Непропорциональный выкуп – это выкуп акций у одного крупного акционера или группы мелких.

В случае тендерного предложения каждый акционер вынужден принимать решение о том, выгодна ли для него предложенная цена и не снизится ли она по истечении срока выкупа.

Компания-покупатель делает предложение непосредственно акционерам той компании, которую она хочет приобрести. Обычно такое предложение публикуется в финансовых изданиях. Компания-покупатель предлагает определенную цену за акцию каждому акционеру, который затем «предлагает» их к продаже. Чтобы гарантированно получить положительный ответ, цену за акцию назначают существенно выше текущего рыночного курса.

Предложение о приобретении, как правило, делают тогда, когда переговоры по слиянию заходят в тупик, либо когда компания-покупатель рассчитывает застать приобретаемую компанию врасплох.

Тендерные предложения могут быть двух типов: условные и безусловные. Условное тендерное предложение корпорации-покупателя вступает в силу (исполняется) только тогда, когда на рынке можно выкупить точно определенное в этом тендерном предложении количество акций. Безусловное тендерное предложение действительно вне зависимости от количества акций, доступных корпорации-покупателю для приобретения.

В свою очередь, условные и безусловные тендерные предложения могут быть ограниченными и неограниченными. Делая неограниченное тендерное предложение, корпорация-покупатель априори обязуется выкупить любое количество акций корпорации-цели. В ограниченном тендерном предложении корпорация-покупатель устанавливает определенное пороговое число акций, которые она обязуется выкупить в соответствии со сделанным тендерным предложением.

Построение холдинговых компаний

Холдинговая компания – это корпорация, которая владеет достаточным числом голосующих акций другой компании (или компаний), чтобы ее (их) контролировать.

Корпоративный контроль – это совокупность экономических и юридических прав, дающих возможность собственникам компании влиять на ее стратегию развития и текущую деятельность (рис. 16)



Рис. 16. Виды корпоративного контроля

На рынке сделок обращаются как значительные пакеты прав собственности (рынок мажоритарных сделок), владение которыми дает право преобладающего участия в уставном капитале компании, так и мелкие пакеты (рынок миноритарных сделок). В последнем случае практически всегда существует основной акционер (группа аффилированных акционеров) – мажоритарий, имеющий преобладающую долю в уставном капитале. Основными участниками рынка миноритарных сделок со стороны предложения являются физические лица (персонал, бывшие работники), имеющие на руках небольшие пакеты акций, и инвестиционные компании.

Необходимость в определении степени корпоративного контроля возникает при наличии у компании нескольких собственников. В качестве критерия уровня корпоративного контроля рассматривается размер доли в уставном капитале или имущественном комплексе компании.

В ситуации с единственным собственником либо собственником всего имущественного комплекса речь идет о полном корпоративном контроле, при наличии у компании нескольких собственников – о частичном корпоративном контроле [11].

Частичный контроль, в свою очередь, принимает одну из пяти форм. Признак, лежащий в основе классификации этих форм – это уровень влияния собственников на принятие решений, касающихся деятельности компании. Так, имеются следующие формы частичного корпоративного контроля (рис. 16):

1) доминирующий – преобладающий частичный контроль, дающий право на определение решений, принимаемых собственником (при доле в уставном капитале от 75% до 100%);

2) преобладающий – частичный контроль, дающий право преобладающего участия в принятии решений (при доле в уставном капитале более 50%, но менее 75%) с учетом параллельного существования блокирующего частичного контроля у других собственников;

3) равноправный – блокирующий частичный контроль, дающий право равноправного участия в принятии решений (при доле в уставном капитале 50%);

4) блокирующий – простой частичный контроль, дающий право блокирования принятия решений (доля голосующих акций более 25%, но менее 50%);

5) простой – частичный контроль, дающий право на участие в принятии решений (в рамках российского законодательства речь идет о доле голосующих акций, составляющей не более 25 % уставного капитала).

История происхождения холдинговых компаний началась в 1889 г., когда Нью-Джерси стал первым штатом, принявшим закон, который позволил создать корпорацию, единственной целью которой было владение акциями других корпораций [11].

Если покупатель приобретает 100% акций компании-цели, то такая компания называется дочерней. Однако вовсе не обязательно владеть всеми акциями, чтобы осуществлять корпоративный контроль. Холдинговые компании привлекательны тем, что можно добиться эффективного контроля, имея 10–20 % размещенных акций, т.е. цели управления можно достичь с наименьшими капиталовложениями.

Преимущества холдинговых компаний:

- меньшие затраты при приобретении контроля над компанией-целью, чем потребовалось бы в случае приобретения 100% акций;

- отсутствие премии за контроль (которая, как правило, связана с приобретением контрольного пакета – от 51% до 100%);

- установление эффективного рабочего контроля при владении пакетом акций в размере менее 50 %;

- возможность для холдинговой компании в законодательно установленных пределах не запрашивать одобрения у акционеров компании-цели при покупке ее акций.

Недостатки холдинговых компаний:

- двойное налогообложение доходов акционеров – на корпоративном уровне и индивидуальном уровне (при выплате дивидендов);

- антимонопольное (антитрестовское) регулирование: если регулирующие органы установят, что структура холдинговой компании является антиконкурентной, то, как правило, они имеют достаточное количество инструментов быстрого влияния на данную холдинговую компанию;

- отсутствие права собственности на 100 % акций компании-цели предполагает, что наличие других внешних акционеров может вести к разногласиям относительно направлений развития корпорации.

Построение совместных предприятий

Совместное предприятие (joint venture) – это вариант частичного слияния: два и более предприятия объединяют ресурсы в оптимальных пропорциях, а не в фиксированных портфельных долях, как при обычном слиянии или скупке акций. Участники совместного предприятия являются, скорее, партнерами, а парой «компания-покупатель и компания-цель».

Популярность совместных предприятий обусловлена следующими факторами:

- облегчение обмена технологиями;
- развитие рынков;
- международное разделение труда.

Природа совместных предприятий сопряжена с комплексом правовых проблем, в частности, в сфере антитрестовского законодательства¹⁶: анализ теории совместных предприятий должен прояснить структурные (слияния) и поведенческие (сговор) элементы их конфликта с антитрестовским законодательством [17].

С экономической точки зрения существует комплекс спорных вопросов, касающихся воздействия совместных предприятий на структуру рынка, конкуренцию и развитие технологий, влияния таких компаний на показатели доходности и прибыльности и т.д.

Способы финансирования и оплаты сделок слияния и поглощения

Реализация проектов в форме слияний и поглощений требует значительных финансовых вложений. В связи с этим эффективное использование имеющихся у компании финансовых инструментов представляется особенно актуальным.

Рассмотрим основные механизмы и источники привлечения финансирования для сделок слияния и поглощения. Компании получают финансирование либо из внутреннего, либо из внешнего источника. Традиционно финансирование сделок слияния и поглощения может осуществляться из следующих источников:

- 1) собственный капитала;
- 2) доленое финансирование (акционерный капитал);
- 3) долговое финансирование (с использованием кредитных ресурсов и облигационных займов);
- 4) смешанное или гибридное финансирование [9].

Финансирование сделок за счет собственного капитала

Самофинансирование – это средства, сгенерированные самой компанией от ее основной деятельности, иногда в сочетании с дополнительными фондами, полученными от финансовой деятельности компании [10]. Использование собственных средств в сделках M&A имеет смысл, если такая сделка имеет разовый характер, а стоимость компании-цели существенно ниже стоимости компании, иницирующей сделку. При недостаточности свободных финансовых средств компания может реализовать непрофильные активы, использовать личные средства собственников и т.д. При этом необходимо учитывать, что понесенные затраты не должны ухудшать общего финансового положения компании.

¹⁶ В частности, в Антитрестовском законодательстве США Акт Клейтона применим и к совместным предприятиям.

Преимуществом использования собственных средств является отсутствие необходимости выплаты процентов и отсутствие временных ограничений по их использованию. Все риски несет сама компания-покупатель (рис. 17).

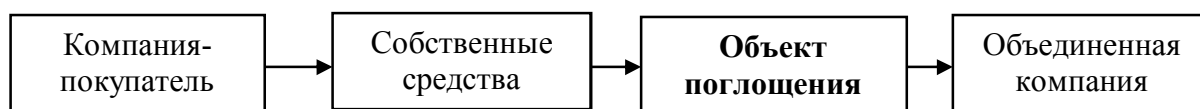


Рис. 17. Финансирование сделки М&А за счет собственных средств

С точки зрения акционеров покупаемой компании, предложение с денежными средствами имеет преимущество в том, что оно определяется конкретной суммой и акционер может реинвестировать вырученные средства, не сталкиваясь с необходимостью продажи акций и осуществлением затрат на совершение этой операции. Однако такой путь имеет недостаток, состоящий в том, что немедленно возникает налоговое обязательство на прибыль от увеличения капитала.

Долевое финансирование

В соответствии с законодательством о ценных бумагах, помимо первоначального выпуска акций акционерные компании имеют право на их дополнительное размещение как непосредственно среди действующих акционеров, так и среди независимых инвесторов.

Использование механизма эмиссии акций позволяет корпорациям сконцентрировать значительные финансовые ресурсы для реализации крупных инвестиционных проектов, таких как сделки слияния и поглощения, не обременяя себя дополнительной долговой нагрузкой (обязательствами в виде кредитов и займов). При этом в случае ухудшения финансового состояния эмитента инвесторы рискуют лишь в пределах своей доли в уставном капитале.

Для компании-эмитента основными недостатками такого способа финансирования являются угроза встречного поглощения путем скупки акций агрессивно настроенными инвесторами (например, «белым рыцарем»¹⁷, защищающим компанию-цель), размывание капитала (если не обеспечено сохранение прежних долей в структуре акционерного капитала), усиление корпоративного контроля со стороны фондового рынка и лиц, желающих участвовать в управлении.

Преимущества такого способа финансирования заключаются в необязательности выплат текущего характера по всем типам и разновидностям акций, в возможности проведения гибкой эмиссионной политики, которая позволяет осуществлять контроль за структурой акционерного капитала через создание финансового продукта, комбинирующего в одном выпуске различные разновидности акций.

Эмиссия акций может быть классифицирована по следующим признакам:

- по последовательности проведения выпусков (первичная и вторичная эмиссия);

¹⁷ См. тему 6.

- по типу выпускаемых бумаг;
- по способам размещения акций (распределение, подписка, конвертация);
- по субъекту размещения (силами компании или андеррайтером);
- по объему эмиссии;
- по финансовым источникам эмиссии;
- по происхождению инвестора (учредители, внешние инвесторы, внешние иностранные инвесторы, внешние инвесторы смешанного происхождения).

При этом размещение путем подписки делится на открытую подписку (публичная эмиссия, когда необходима также и регистрация проспекта эмиссии) и закрытую (частное размещение).

В случае, если размещение акций осуществляется на биржевом рынке, оно носит название IPO – Initial Public Offering.

Финансирование за счет публичного размещения акций схематично представлено на рис. 18.

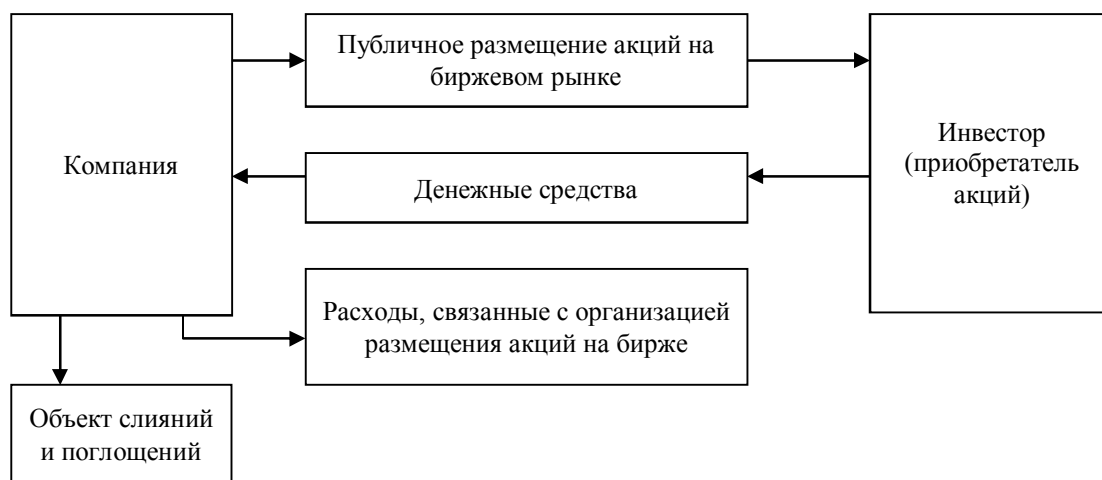


Рис. 18. Публичное размещение акций

Долговое финансирование с использованием кредитных ресурсов

Долговое финансирование – это получение заемных средств из внешних источников на коммерческой основе, то есть эти средства должны быть возвращены кредитору на согласованных условиях (возвратности, платности, срочности). К заемному финансированию можно отнести срочные кредиты, револьверные (возобновляемые) кредиты, кредитные линии, бридж-кредиты, покупку коммерческих бумаг, облигаций, финансирование с использованием дебиторской задолженности, лизинга (рис. 19).

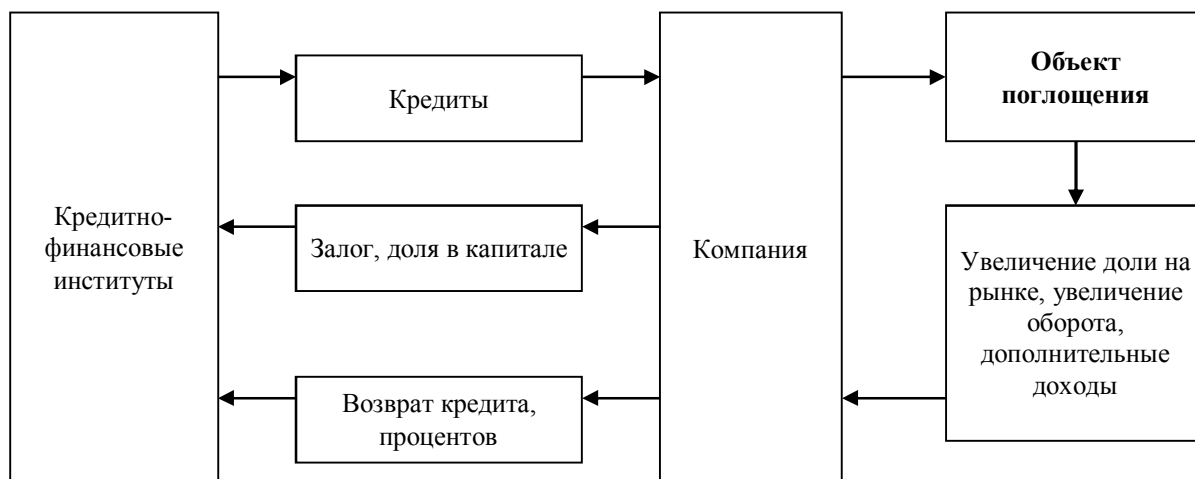


Рис. 19. Финансирование сделок M&A за счет кредита

Рост приобретений за счет долгового финансирования получил новый импульс в результате отхода от крупных конгломератов, популярных в 1960–70-х гг.

Кредит является самым распространенным способом привлечения финансирования. Его весомым недостатком, с позиции заемщика, является необходимость залога, стоимость которого должна превышать стоимость кредита в 1,5–2 раза, либо поручительства третьих лиц, которые в состоянии покрыть обязательства заемщика. Кредитные организации применяют дисконт к стоимости обеспечения, чтобы, в случае невыполнения заемщиком своих обязательств, максимально быстро реализовать залог и покрыть связанные с этим затраты.

Долговое финансирование с использованием облигационного займа

В качестве альтернативного варианта долгового финансирования может рассматриваться облигационный займ. Процесс выпуска облигаций состоит из нескольких этапов:

1) предварительный этап, на котором принимается решение о целесообразности выпуска облигаций как способа финансирования, осуществляется выбор вида планируемых к выпуску облигаций, проводится подготовка и регистрация проспекта эмиссии;

2) этап размещения облигаций;

3) этап обращения облигаций.

Выпуск облигаций эффективен при объемах финансирования более 1 млн. долл. [7]. Финансовые показатели компании должны свидетельствовать о ее надежности и возможности в срок погашать обязательства.

До недавнего времени при слияниях и поглощениях компаний использовались весьма сложные методы финансирования. Они стали мощным инструментом в руках тех, кто умело их использует. Многие сделки были реализованы только благодаря тому, что их участники владели юридическими, финансовыми и налоговыми знаниями, накопление и распространение которых привело как к снижению размера вознаграждения, запрашиваемого инвестиционными банками с покупателей, так и к появлению у компаний,

обладающих незначительным собственным капиталом, возможности участвовать в процессах по поглощению.

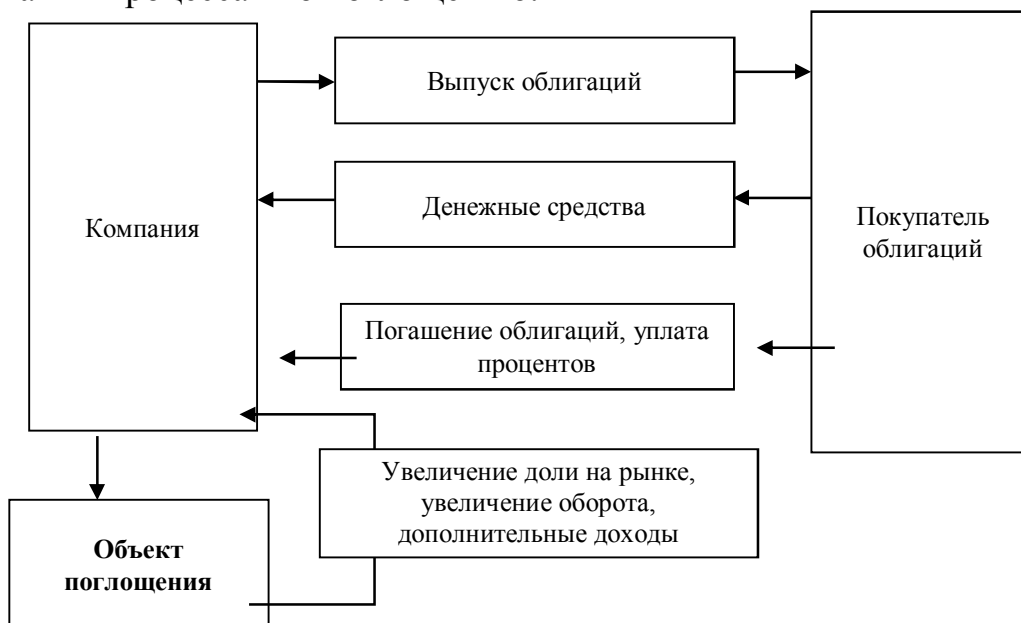


Рис. 20. Финансирование сделки M&A за счет облигационного займа

Сравнительный анализ видов финансирования представлен в табл. 11.

Таблица 11

Преимущества и недостатки различных видов финансирования сделок слияния и поглощения

Вид финансирования	Преимущества	Недостатки
Собственные средства	<ol style="list-style-type: none"> Отсутствие долгового обременения Быстрый способ привлечения средств 	<ol style="list-style-type: none"> Требуется одобрение органов управления компании-покупателя Объем привлечения ограничен Вывод крупных финансовых ресурсов может создать угрозу операционному процессу
ИРО	<ol style="list-style-type: none"> Отсутствие долгового обременения Обретение публичности Повышение кредитного рейтинга Расширение круга инвесторов Возможность использования ИРО для балансирования собственных и заемных средств Возможность получения объективной оценки стоимости компании Снижение рисков враждебного поглощения 	<ol style="list-style-type: none"> Дорогой способ привлечения финансирования Неразвитость российского фондового рынка Требуется привлечение внешних консультантов Требуется открытость и прозрачность компании Имеются ограничения при выходе на фондовый рынок
Кредит	<ol style="list-style-type: none"> Простой и широко распространенный способ привлечения финансирования Возможность согласования с кредитором схемы привлечения и погашения кредитных ресурсов Отсутствие дополнительных расходов (на привлечение внешних консультантов, государственную регистрацию и т.д.) 	<ol style="list-style-type: none"> Требуется наличие залогового обеспечения, либо гарантий / поручительств третьих лиц Возвратный характер привлеченных ресурсов Строгое отслеживание кредитором целевого использования заемных средств

Вид финансирования	Преимущества	Недостатки
Облигационный займ	<ol style="list-style-type: none"> 1. Возможность привлечения значительных сумм на длительный срок под низкий процент 2. Возможность формирования публичной кредитной истории 3. Возможность управления долгом через операции купли-продажи собственных ценных бумаг 4. Развитый вторичный рынок 5. Отсутствие жесткого контроля по расходованию привлеченных средств 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Требуется открытость и прозрачность компании 2. Необходимость регистрации выпуска 3. Финансирование неэффективно при сжатых сроках реализации проекта 4. Необходимость возврата и выплаты дохода

При выборе способа финансирования важную роль играют следующие основные факторы:

1. Необходимый объем средств. В случае, если поглощаемая компания имеет относительно небольшие масштабы и затраты на приобретение не приведут к существенному изменению показателей деятельности (не создадут угрозы финансовой устойчивости), то могут быть использованы собственные средства. В противном случае необходим поиск внешних источников финансирования.

2. Срок заимствования. С точки зрения *срочности реализации сделки* следует рассматривать такие виды финансирования, которые позволяют компании-покупателю в кратчайшие сроки привлечь необходимые ресурсы. В первую очередь это собственные средства компании, затем – кредиты, облигационные займы и в последнюю очередь – фондовый рынок. С точки зрения *сроков, на которые привлекаются ресурсы*, наиболее выгодна дополнительная эмиссия, а также использование возможностей IPO. В этом случае срок пользования финансовыми средствами не ограничен, т.к. не требуется их возврат. Далее следуют облигационные займы и кредиты.

3. Стоимость привлечения. Следует соотносить срок, на который привлекаются средства, со стоимостью их привлечения.

4. Требуемая публичность. Некоторые виды привлечения финансирования требуют от компании полной открытости и прозрачности – не только публикации своей финансовой отчетности, но и введения в совет директоров независимых членов, а также анонсирования собственных планов (открытия целей привлечения средств). Если компания не готова «открываться», то отдельные виды финансирования будут оставаться для нее недоступными.

5. Кредитоспособность компании. Стремление корпорации получить доступ к тому или иному виду финансирования может быть ограничено финансовыми показателями ее деятельности, которые рассматривают кредиторы, наличием корпоративных конфликтов, отсутствием перспективных направлений развития.

6. Благоприятность ситуации на долговом и публичном рынке. стоимость финансирования варьируется в зависимости от рыночной конъюнктуры.

Таким образом, критерии отбора способов привлечения финансовых ресурсов для реализации сделок M&A зависят не только от преимуществ и недостатков каждого конкретного способа финансирования, но и от совокупности критериев, влияющих на деятельность компании, а также от тех целей, которые корпорация ставит перед собой при выборе источника привлечения денежных средств.

Формы оплаты сделок слияния и поглощения компаний очень разнообразны:

- 1) оплата денежными средствами (в наличной и безналичной форме);
- 2) оплата ценными бумагами (акциями или облигациями либо посредством производных и конвертируемых финансовых инструментов);
- 3) конвертация кредиторской задолженности (кредитов, займов, задолженности перед поставщиками и подрядчиками и т.д.);
- 4) оплата посредством передачи имущественных прав;
- 5) комбинированная форма оплаты.

На выбор инструмента оплаты сделок M&A могут влиять не только экономические, но и юридические факторы¹⁸. Ограничения могут возникать в силу положений устава организации или касаться определенных ситуаций [11].

Оплата наличными представляет собой самый простой и понятный способ оплаты приобретаемых акций или активов. В то же время этот путь ведет к возникновению налоговых обязательств у акционеров компании-цели. Оплата наличными более предпочтительна в странах Западной Европы, где собственность более концентрирована, чем в США. В Европе 63 % компаний, акции которых свободно обращаются на рынке, имеют единственного акционера, который прямо или косвенно контролирует более 20 % голосующих акций. В США доля таких компаний составляет 28 % [17].

Использование обыкновенных акций влечет некоторые налоговые преимущества, особенно для акционеров компании-продавца. Это более сложная форма платежа, поскольку она требует полного соответствия действующему законодательству по ценным бумагам, а в долгосрочной перспективе может привести к размыванию прибыли на акцию.

Главным недостатком использования ценных бумаг любого типа как формы оплаты является то, что продавец может найти их непривлекательными из-за воспринимаемого им высокого риска дефолта. Ценные бумаги также могут быть неликвидными из-за небольших размеров вторичного рынка для таких ценных бумаг.

Таким образом, для оплаты сделок M&A могут использоваться практически все инструменты финансового рынка, вплоть до различного рода комбинаций ценных бумаг (табл. 12) [2].

¹⁸ Например, устав общества может содержать ограничения на оплату акций этого общества некоторыми видами имущества.

Таблица 12

Основные способы оплаты сделок по слиянию и поглощению

Форма оплаты	Инструмент платежа
Наличные деньги	Наличные деньги в обмен на акции
Обмен акциями	Определенное число акций компании-покупателя за каждую акцию компании-цели
Акции с гарантией конвертации в наличные	Акции компании-покупателя, которые затем продаются за наличные (как правило инвестиционному банку)
Облигации	Облигации или долговая расписка в обмен на акции
Конвертируемые облигации или привилегированные акции	Конвертируемые облигации или привилегированные акции конвертируемые в простые акции по заранее оговоренному курсу на определенный период времени
Отложенный платеж	Часть платежа по сделке осуществляется после определенного периода времени, в зависимости от результатов деятельности

Финансирование операций, связанных с корпоративными решениями о слиянии и поглощении компании, во многом определяет то, как будет проведена сделка. Выбор источника и схемы финансирования сделки непосредственно определяет финансовый рычаг компании с покупающей стороны.

Сравнительный анализ преимуществ и недостатков форм платежа представлен в табл. 13 [28].

Таблица 13

Сравнительный анализ форм оплаты сделок M&A

Форма оплаты	Преимущества		Недостатки	
	для покупателя	для продавца	для покупателя	для продавца
Наличные деньги (включая высоколиквидные ценные бумаги)	Простота	Оплата гарантирована даже в том случае, если кредитоспособность покупателя вызывает сомнения	Средство защиты сделки – лишь условия контракта о взыскании требований	Сразу возникают налоговые обязательства
Ценные бумаги (обыкновенные, привилегированные, конвертируемые привилегированные)	Высокое значение коэффициента P/E (относительно значения продавца) может увеличить ценность объединенного бизнеса	Отсрочка по налоговым обязательствам и возможность потенциального роста цены	Сложность. Потенциальное размывание прибыли на акцию (EPS)	Потенциальное снижение цены приобретения, если занижена стоимость акций
Долговое финансирование (обеспеченное, необеспеченное, конвертируемый долг)	Расходы по процентам не облагаются налогом	Отсрочка по налоговым обязательствам	Сложность. Увеличение долговой нагрузки	Риск дефолта

Форма оплаты	Преимущества		Недостатки	
	для покупателя	для продавца	для покупателя	для продавца
Выплаты по результатам деятельности чьей?	Часть риска переносится на продавца	Имеется потенциальная возможность повышения цены приобретения	Угроза ограничения процесса интеграции	Рост неопределенности и в цене приобретения
Имущественные права (недвижимость, оборудование, продуктовые линейки)	Минимизировано использование наличных	Могут быть минимизированы налоговые обязательства	Высокие альтернативные издержки	Недвижимость может быть неликвидной

Основной проблемой, касающейся финансирования сделок слияния и поглощения, остается вопрос возвратности вкладываемых средств, который в последнее время стал привлекать повышенное внимание, что связано ростом числа неудачных сделок подобного рода. Наиболее широко сегодня обсуждаются две проблемы:

1. Как определить, будет ли в результате сделки слияния и поглощения создана дополнительная стоимость?

2. Какие факторы могут привести к провалу сделки?

Самим участникам сделок необходимо определить размер требуемого финансирования. Для этого следует выделить все операции по сделке и их стоимость для компании, а также провести его корректировку с учетом всех факторов, способных повлиять на стоимость той или иной операции. Чтобы определить размер необходимого финансирования, нужно обратить внимание на три первостепенных аспекта:

1. Оценить стоимость самой операции по приобретению бизнеса, включая:

1) цену пакета акций и/или активов приобретаемой компании (в случае оплаты денежными средствами нужно четко представлять, какие изменения могут произойти с денежным потоком компании и какой приток средств может быть сгенерирован при продаже активов покупаемой компании);

2) объем существующих долгов предприятия-цели, которые должны быть приняты и оплачены покупающей стороной;

3) административные и налоговые затраты, связанные с проведением сделки;

4) расходы на консультантов и посредников при проведении сделки (бухгалтеров, оценщиков, инвестиционных банкиров, адвокатов и проч.).

2. Оценить объем средств, который потребуется после закрытия сделки, для функционирования новой (объединенной) компании, включая:

1) потребность в оборотном капитале на ближайшую перспективу;

2) платежи на урегулирование судебных тяжб и выплаты по искам (если такие были обнаружены на стадии изучения);

3) плановые инвестиционные расходы (например, на текущую замену оборудования).

3. Оценить стоимость расширения бизнеса после приобретения компании-цели, включая:

- 1) будущие капиталовложения для обеспечения роста;
- 2) маркетинговые затраты (исследование рынка и его расширение).

Механизмы реализации сделок на рынке корпоративного контроля

Рассмотрим основные механизмы реализации сделок на рынке корпоративного контроля.

Публичное размещение акций, IPO

Публичное размещение акций на биржевом рынке является одной из наиболее эффективных форм привлечения финансирования для осуществления сделок M&A. Процесс IPO состоит из нескольких этапов:

- 1) предварительный этап: осуществление компанией мероприятий, направленных на улучшение своей инвестиционной привлекательности (структурные и финансовые преобразования);
- 2) подготовительный этап: независимая оценка бизнеса, прохождение юридических и финансовых проверок, определение основных показателей будущего размещения акций;
- 3) регистрация проспекта эмиссии;
- 4) непосредственное размещение.

С момента возникновения у компании намерений осуществить IPO до непосредственного размещения акций может пройти различное время, в зависимости от того, насколько компания соответствует предъявляемым требованиям, а ее рыночная капитализация – объему привлекаемых средств. Если эти показатели высоки, то на осуществление IPO может потребоваться примерно 6 месяцев, в противном случае – от 3 до 5 лет [8].

Осуществление IPO имеет ряд преимуществ по сравнению с другими источниками финансирования, поскольку компания имеет возможность получить денежные средства на длительный срок («длинные деньги»), что имеет важное значение в реализации сделок слияния и поглощения. В этой схеме также отсутствует долговое обременение в виде выплаты процентов. Процедура IPO улучшает рейтинг компании, и она получает доступ к более дешевым кредитным ресурсам. Кроме того, осуществление IPO помогает компании поддерживать баланс собственных и заемных средств и дает возможность установить реальную рыночную стоимость компании. Однако IPO считается одним из наиболее дорогих способов привлечения финансирования.

Публичное размещение предусматривает более полное раскрытие информации о деятельности компании, при частном размещении процедура значительно упрощена, т.к. рассчитана на достаточно квалифицированных инвесторов, определившихся с рисками, связанными с покупкой акций данного эмитента. Путь частного размещения более реален (особенно для бумаг «второго эшелона»), так как можно найти инвестора, действительно заинтересованного в покупке акций именно этого эмитента, а не просто игроков фондового рынка.

Таким образом, преимуществами частного размещения, являются большая вероятность получения наивысшей цены за конкретную бумагу, концентрация акций у профильных инвесторов, которым будет выгодна долгосрочная финансовая устойчивость эмитента и повышение его конкурентоспособности на рынке. Размещение, как указано выше, может происходить путем конвертации. Эмиссия конвертируемых облигаций в конечном счете приводит к появлению у акционерных обществ некоторого количества новых акционеров.

Выкуп с привлечением заемных средств (LBO – Leverage Buy-Out)

В случае выкупа с привлечением заемных средств покупатель берет кредит, покрывающий большую часть стоимости сделки, используя скупаемые активы как способ обеспечения кредита.

Покупателем может выступать группа внешних инвесторов, другая компания, менеджмент продаваемого подразделения¹⁹. Как только активы переходят из рук в руки, доходы по ним используются для погашения полученного кредита.

Этот механизм приобретения обычно практикуют, когда захватываемая компания обладает либо избыточными денежными средствами, либо получает избыточные доходы, либо является существенно недооцененной. В некоторых случаях выкуп компании с привлечением заемных средств используют для того, чтобы перевести ее из публичного сектора в частный, тогда этот процесс называется приватизацией.

В случае приобретения компании-цели с использованием заемных средств или «финансового рычага», определенная часть дохода приобретаемой компании становится собственностью продавца (или кредитора).

Следует четко понимать, что оценки будущих доходов покупаемой компании должны оправдывать рискованность этой операции.

К преимуществам привлечения кредитных ресурсов для реализации сделок слияния и поглощения следует отнести возможность привлечения достаточно крупных денежных средств на длительные сроки. Наличие «целевого ограничения» (погашение задолженности из доходов, генерируемых приобретаемой компанией) позволяет продолжать реализацию иных инвестиционных проектов компании-покупателя, не связанных со сделкой M&A. Кроме того, в рамках подготовки кредитной заявки банк (или банки – в случае синдицированного кредитования) будет осуществлять дополнительную экспертизу всех условий сделки, что позволит провести дополнительное исследование рисков, возникающих в ходе реализации данного проекта.

Покупатели часто привлекают заемные средства для финансирования сделок по слиянию и поглощению компаний. Одним из основных преимуществ долгового финансирования (относительно долевого) являются налоговые выгоды.

¹⁹ Последняя ситуация рассматривается в разделе «Выкуп компании менеджментом»

Выкуп компании менеджментом (MBO – Management Buy-Out)

Выкуп компании менеджментом обычно осуществляется за счет заемных средств, поскольку управленческие команды не располагают необходимыми личными ресурсами. Различные внешние группы представителей инвестиционных банков, владельцы рискованного капитала и эксперты в определенной отрасли могут объединиться для выкупа компании. Обычно эта операция основывается на уверенности в том, что ее участники смогут значительно улучшить показатели компании и произвести таким образом средства, достаточные для погашения долга, возникшего при финансировании приобретения компании. Этот тип сделок иногда называется покупкой под управляющих.

Статистика показывает, что число неудачных сделок по приобретению компаний за счет заемных средств составляет примерно одну пятнадцатую всех сделок, тогда как из вновь открываемых предприятий почти каждое третье терпит крах. Поэтому, несмотря на то, что обычно эти операции оказываются успешными, приобретение за счет заемных средств несет в себе большую степень риска, чем обычные поглощения, финансируемые традиционной комбинацией заемного и собственного акционерного капитала.

При выкупе компании менеджментом обычно присутствует некоторая его поддержка со стороны владельцев капитала, готовых пойти на риск, и инвестиционных банков. Чтобы сделка по выкупу компании менеджерами (за счет заемных средств) по имела шансы на успех, необходимо наличие всех или некоторых из следующих условий:

- стабильная прибыль компании в предыдущие периоды;
- предсказуемый поток денежных средств;
- крепкая проверенная команда управления;
- четко определенная ниша компании на рынке;
- надежная залоговая база из активов, как основных, так и оборотных.

Как правило, в роли кредитора по сделкам слияния и поглощения выступают банки или профессиональные фонды, часто объединяемые в пулы. Существуют и другие формы оплаты, подобные консультационным соглашениям: авторские отчисления, годовые вознаграждения руководству и даже научно-исследовательские работы в технологических компаниях. Продавец может финансировать сделку собственными средствами. Венчурные фонды вкладывают капитал в небольшие частные компании с высоким темпом роста. При таком типе финансирования делается акцент на качество управления покупаемой компанией. Эти инвесторы требуют доли акций в компании.

Дивести́рование

К области слияний и поглощений относят также различные методы выделения фирм или производственных подразделений. Выделение бизнеса может иметь два направления: отпочковывание и дивести́рование.

Отпочковывание подразумевает создание из имеющегося подразделения компании отдельного юридического лица. Акционеры материнской компании пропорционально своей доли в ее капитале становятся владельцами акций

вновь образовавшейся компании. При этом никакого движения денежных средств не происходит, материнская компания какого-либо дохода в результате отпочковывания своего подразделения не получает. Существует несколько вариантов отпочковывания: разбиение компании и отделение подразделения. При разбиении материнская компания в результате серии отпочковываний преобразуется в несколько новых независимых юридических лиц, а сама перестает существовать. При отделении часть акционеров получает долю в новой компании взамен своей доли в материнской компании в определенном соотношении этих долей. Таким образом, происходит разделение всех акционеров на две группы:

- акционеры, владеющие исключительно акциями материнской компании;
- акционеры, владеющие исключительно акциями отделившейся компании.

Дивести́рование предполагает продажу отдельных подразделений третьим лицам. В отличие от отпочковывания, в результате проведения подобного рода реструктуризации материнская компания получает реальные денежные средства. Если какое-либо подразделение выставляется на открытую продажу (для широкого круга покупателей), то подобная операция называется выделением. Дивести́рование – очень популярный метод реструктуризации компании с одновременным получением необходимых материнской компании денежных средств.

Основной причиной, побуждающей компанию производить продажу или отпочковывание своих подразделений, является повышение эффективности ведения бизнеса. Зачастую в составе компании присутствует убыточное подразделение, которое занимается неосновным видом деятельности.

Выделение подобного бизнеса позволяет менеджменту компании концентрировать свое внимание на основном виде деятельности, устраняя ненужные расходы на поддержание неосновного и неприбыльного направления. К тому же если различные направления бизнеса становятся независимыми, довольно просто увидеть истинную эффективность каждого из них и на основании этого адекватно распределить вознаграждение управленческого персонала.

Таким образом, компания, применяющая цивилизованную стратегию развития, выраженную в форме слияний и поглощений, имеет возможность использовать достаточно широкий перечень инструментов для привлечения финансирования таких сделок. Оптимальная комбинация таковых позволяет компании минимизировать риски, связанные с привлечением заемного капитала, а также уменьшить затраты на привлечение средств.

Резюме по теме 4

1. В мировой практике сложился достаточно широкий спектр способов реализации сделок слияния и поглощения компаний: прямые переговоры с установлением коэффициента обмена акциями, тендерное предложение, построение холдинговых компаний и совместных предприятий.

2. Для определения коэффициента обмена может быть использована модель Ларсона-Гонедеса. Она предполагает, что размер выгод участвующих в сделке сторон зависит от величины коэффициента обмена.

3. Финансирование сделок слияния и поглощения может осуществляться за счет собственных средств компании-покупателя, а также посредством долевого, долгового и гибридного финансирования. Выбор способа привлечения финансовых ресурсов зависит не только от преимуществ и недостатков каждого из них, но и от совокупности критериев, влияющих на деятельность компании, и тех целей, которые корпорация ставит перед собой при выборе источника привлечения денежных средств.

4. Покупатели могут использовать различные стратегии финансирования (применяя их по отдельности или в комбинации) и выбрать оптимальные методы оплаты и сроки платежей, минимизировав процентную ставку по кредиту, комиссионные или иные обязательства.

Вопросы для обсуждения по теме 4

1. Определите условия и факторы, влияющие на выбор того или иного способа реализации сделок слияния и поглощения. При каких обстоятельствах целесообразны прямые переговоры? Когда сторонам выгодно тендерное предложение? Что повлияет на выбор между построением холдинговой компании и совместного предприятия?

2. В случае, если сделка поглощения реализуется с привлечением заемных средств (кредита), возможна ли отмена выплат дивидендов по акциям (объединенной компании) на период осуществления выплат по кредиту (основного долга и процентных платежей)?

3. По каким критериям можно сравнить различные механизмы реализации слияний и поглощений? Сформируйте перечень критериев и проведите анализ

Ситуация для анализа по теме 4

Установление коэффициента обмена: «Рост прибыли на акцию, или эффект стартовой загрузки»²⁰

Прочитайте фрагмент примера, приводимого Брейли и Майерсом [4] и ответьте на вопросы:

1. *Какой инструмент лежит в основе принятия решения о реализации сделки M&A?*

2. *В чем заключается «механизм обмана инвесторов»?*

3. *Какими должны быть значения коэффициентов P/E обеих компаний, чтобы этот механизм работал?*

В 1960-х годах некоторые конгломераты проводили поглощения, которые не приносили очевидных экономических выгод. Тем не менее такая агрессивная стратегия вела к эффекту роста прибыли на акцию в течение нескольких следующих лет. Давайте попробуем

²⁰ Термин «стартовая загрузка» (bootstrap) заимствован из сферы программирования по аналогии с механизмом первичной загрузки системных программ при запуске компьютера.

разобраться, почему это происходило, на условном примере поглощения компании «Размазня» всемирно известным конгломератом «Вездесущий».

Первые два числовых столбца табл. 14 описывают положение обеих компаний до слияния. Поскольку «Размазня» почти не имела перспектив роста, ее акции продавались с более низким коэффициентом цена / прибыль, чем акции «Вездесущего» (строка 3 в табл.). Согласно гипотезе, слияние не приносит экономических выгод, так что, объединившись, компании должны стоить ровно столько же, сколько и порознь. Иными словами, рыночная стоимость «Вездесущего» после слияния должна быть равна сумме стоимостей «Размазни» и самого «Вездесущего» до слияния (строка 6). Так как к моменту слияния акции «Вездесущего» продавались вдвое дороже акций «Размазни» (строка 2), первая компания смогла приобрести 100 тыс. акций второй за 50 тыс. собственных акций. Таким образом, после поглощения у «Вездесущего» в обращении имелось уже 150 тыс. акций. Совокупная прибыль предприятия в результате сделки поглощения увеличилась вдвое, тогда как число акций в обращении увеличилось только на 50%. Поэтому прибыль в расчете на одну акцию повысилась с 2 долл. до 2,67 долл. Мы называем это эффектом стартовой загрузки, ибо никаких подлинных экономических выгод в этом поглощении не возникло, а значит, стоимость обеих компаний после объединения не возросла. Поскольку цена акций не изменилась, коэффициент P/E снизился (строка 3). Рисунок 21 иллюстрирует описываемую ситуацию. До слияния 1 долл. инвестиций в акции «Вездесущего» давал 5 центов текущей прибыли и перспективы быстрого роста. С другой стороны, 1 дол. инвестиций в акции «Размазни» давал 10 центов текущей прибыли, но ограниченные перспективы роста. Поскольку совокупная рыночная стоимость в результате слияния не меняется, 1 дол. инвестиций в акции объединенной компании приносит акционерам «Вездесущего» 6,7 цента немедленной прибыли, но с дальнейшим замедлением роста. А акционеры «Размазни» получили меньше немедленной прибыли, но зато большие перспективы ускорения роста. Таким образом, очевидно, что от проведенной сделки слияния никто ничего не выиграл и не потерял.

Финансовые манипуляторы иногда пытаются обмануть рынок. Допустим, что их заинтересовали планы президента «Вездесущего» по внедрению современного менеджмента в его новом подразделении «Лидер мировой науки» (бывшая «Размазня»). В этом случае они легко могут обмануться, приняв рост прибыли на акцию в 33%, произошедший после слияния компаний, за признак реального роста. И если инвесторы действительно поверят в это, курс акций «Вездесущего» вырастет под влиянием их ожиданий (табл. 14).

Таблица 14

Влияние объединения с компанией «Размазня»
на рыночную стоимость и прибыль на акцию конгломерата «Вездесущий» (дол.)

№ п/п	Показатель	«Вездесущий» (до слияния)	«Размазня»	«Вездесущий» (после слияния)
1	Прибыль на акцию	2,00	2,00	2,67
2	Цена акции	40,00	20,00	40,00
3	Коэффициент P/E (стр. 2 / стр. 1)	20,00	10,00	15,00
4	Число акций	100 000,00	100 000,00	150 000,00
5	Совокупная прибыль	200 000,00	200 000,00	400 000,00
6	Совокупная рыночная стоимость (стр. 2 x стр. 4)	4 000 000,00	2 000 000,00	6 000 000,00
7	Текущая прибыль в расчете на 1 долл., вложенный в акции (стр. 1 / стр. 2)	0,05	0,10	0,067

Примечание: «Вездесущий» не получил экономического выигрыша от покупки «Размазни», поэтому слияние никак не отразилось на его совокупной прибыли и совокупной

рыночной стоимости. Но прибыль на акцию возросла. «Вездесущий» выпустил только 50 тыс. собственных акций (по цене 40 долл.) для приобретения 100 тыс. акций «Размазня» (по цене 20 долл.).

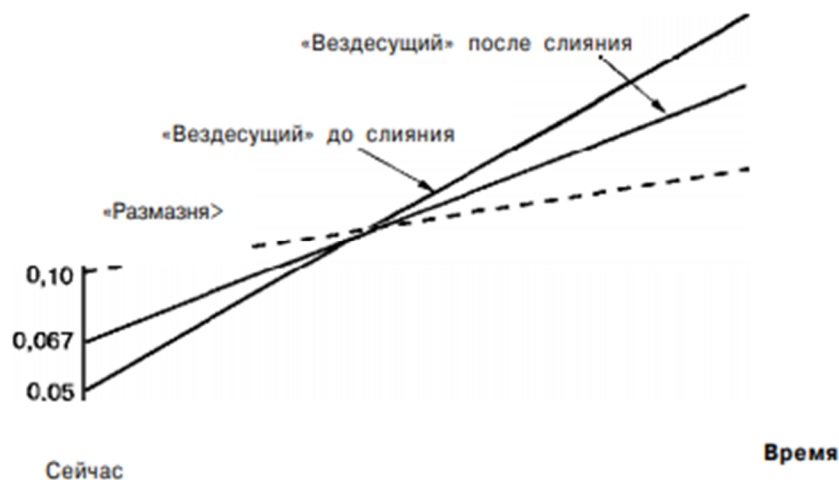


Рис. 21. Воздействие слияния на рост прибыли

В результате слияния текущая прибыль «Вездесущего» увеличилась, но будущие темпы роста замедлились. Акционеры ничего не выиграли, но и не пострадали, если не считать того, что инвесторов ввел в заблуждение эффект стартовой загрузки.

Представьте себе, что вы – менеджер компании с высоким коэффициентом P/E. Причина высокого коэффициента P/E заключается в том, что инвесторы ожидают быстрого роста прибылей в будущем. Однако вы, как менеджер, добились такого роста вовсе не толковыми капиталовложениями, совершенствованием выпускаемых продуктов или повышением эффективности, а всего лишь скупкой компаний с медленными темпами роста и низкими коэффициентами P/E. Конечно, в долгосрочной перспективе ваша компания неизбежно столкнется с замедлением роста и снижением коэффициента P/E, но в ближайшем будущем прибыль на акцию заметно вырастет. Если этот краткосрочный эффект введет инвесторов в заблуждение, не исключено, что вам удастся испытать рост прибыли на акцию, избежав при этом снижения коэффициента P/E. Но для того, чтобы успешно поддерживать иллюзии инвесторов, вам придется и дальше проводить слияние за слиянием, причем с непрерывным ускорением. Совершенно очевидно, что так не может продолжаться до бесконечности; однажды экспансия вашей компании замедлится или остановится совсем. В результате прибыль на акцию перестанет расти, и ваш карточный домик развалится. В последнее время подобные игры стали редкостью: инвесторы извлекли кое-какие уроки из своих прежних ошибок. Но и сегодня среди менеджеров распространено убеждение, что фирме не следует покупать компании с более высокими коэффициентами P/E, чем у нее самой.

Разумеется, вы не так глупы, чтобы думать, будто акции с низким коэффициентом P/E дешевые, а акции с высоким коэффициентом P/E дорогие. Если бы в жизни все было так просто, мы все уже давно купались бы в богатстве. Остерегайтесь лжепророков, которые предлагают оценивать слияния только по их немедленному эффекту, который проявляется в прибыли на акцию.

Тема 5. Основные направления нормативно-правового регулирования процессов слияния и поглощения компаний

1. Основные вопросы нормативно-правового регулирования рынка корпоративного контроля в мировой практике
2. Нормативно-правовое регулирование процессов слияния и поглощения компаний в России

Основные вопросы нормативно-правового регулирования рынка корпоративного контроля в мировой практике

В настоящем пособии предлагается рассмотрение вопросов нормативно-правового регулирования сделок M&A на примере англо-американского рынка корпоративного контроля. Такой подход обусловлен тем, что в мировой практике мы находим многообразие правовых традиций, каждая из которых характеризуется особым взглядом на право собственности, процедуру его установления и операции на рынке корпоративного контроля²¹. С точки зрения рыночных принципов взаимодействия между экономическими агентами особый интерес представляют две правовые традиции – гражданское, или романо-германское, право (civil law) и общее, или англо-саксонское, право (common law). Именно эти правовые традиции положены в основу формирования рынка корпоративного контроля в развитых странах: романо-германское право – в странах континентальной Европы, общее право – в Великобритании, ее колониях и в США. В дальнейшем обе традиции повлияли на формирование института собственности и механизма интеграционных процессов в России [25].

Американское корпоративное законодательство принято считать одним из наиболее развитых в мире, поэтому при рассмотрении регулирования сделок по слиянию будем опираться на его основные положения. Эти положения содержатся в законодательстве о ценных бумагах, антитрестовском законодательстве и законодательстве по сделкам слияния и поглощения (табл. 15).

Таблица 15

Законодательные акты, регулирующие процессы на рынке корпоративного контроля

Законодательный акт	Год принятия	Содержание
<i>Законодательство о ценных бумагах</i>		
Закон о ценных бумагах (Securities Act)	1933	Препятствует публичному размещению ценных бумаг без его регистрации, определяет минимальные требования к размещению акций и наказание за их несоблюдение
Закон о торговле ценными бумагами (Securities Exchange Act)	1934	В соответствии с Законом создана Комиссия по торговле ценными бумагами (SEC, Securities Exchange Commission), которая уполномочена отзывать регистрацию ценных бумаг, если эмитент нарушил любое положение данного закона
Раздел 13		Определяет содержание и периодичность предоставления документов в Комиссию по торговле ценными бумагами

²¹ Специалисты насчитывают до десяти правовых традиций: романо-германскую, общую, мусульманскую, китайскую, африканскую и проч.

Законодательный акт	Год принятия	Содержание
Раздел 14		Определяет требования к раскрытию информации при тендерных предложениях
Раздел 16a		Определяет понятие инсайдера и инсайдерской торговли
Раздел 16b		Определяет права инвестора по отношению к инсайдерской торговле
Закон Уильяма (Williams Act)	1968	Регулирует тендерные предложения (скупку ценных бумаг)
Раздел 13D		Определяет требования к раскрытию информации
Закон Сарбейнса-Оксли (Sarbanes-Oxley Act)	2002	Иницирует расширенную реформу требований к раскрытию финансовой информации, корпоративному управлению, стандартам аудита, аналитическим отчетам и инсайдерской торговле
<i>Антитрестовское законодательство</i>		
Закон Шермана Sherman Act	1890	Провозгласил незаконным препятствование торговле путем создания трестов. Установил уголовное наказание за поведение, необоснованно ограничивающее конкуренцию
Раздел 1		Определяет сделки слияния, приводящие к монополизации рынков либо к необоснованному корпоративному контролю, как незаконные
Раздел 2		Накладывает на компании, уже доминирующие в своей рыночной нише, требование предотвращать торговлю, «несправедливо» ограничивающую конкуренцию
Закон Клейтона (Cleyton Act)	1914	Дополнительно запрещает отдельные корпоративные практики, не рассматриваемые Законом Шермана, такие как ценовая дискриминация, эксклюзивные контракты, продажа товаров «в нагрузку». Вводит гражданско-правовые санкции за незаконное ограничение торговли
Закон «О Федеральной Торговой Комиссии» (Federal Trade Commission Act)	1914	В соответствии с законом создано независимое агентство Правительства США, призванное следить за соблюдением антимонопольного законодательства. Закон запрещает участие в мошеннических бизнес-схемах
Закон Селлера-Кефавера (Celler-Kefauver Act)	1950	В дополнение к Закону Клейтона определил слияния не только в форме покупки акций (что предусматривалось Законом Клейтона), но и слияний путем покупки любых активов предприятий
Закон об антимонопольных усовершенствованиях Харта-Скотта-Родино (Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act)	1976	Устанавливает период ожидания перед завершением сделки, а также требования по предоставлению информации о сделке и ее участниках
Раздел 1		Определяет, какая информация по сделке должна быть направлена
Раздел 2		Определяет кто и когда должен направить информацию
Раздел 3		Позволяет Генеральному прокурору США взыскивать причиненный в результате сделки ущерб от имени потерпевших сторон
<i>Законодательство по сделкам слияния и поглощения</i>		
Закон Додда-Франка о реформировании Уолл-стрит и защите потребителей	2010	Реформирует подходы к вознаграждению руководителей, вводит новые требования к регистрации хедж-фондов и фондов прямых инвестиций, устанавливает надзор за кредитно-рейтинговыми агентствами, увеличивает регулирующие функции Федеральной резервной системы и Комиссии по торговле ценными бумагами, предоставляет органам власти полномочия по ликвидации компаний с системным риском, позволяет органам власти регулировать потребительские финансовые продукты
Антирейдерские законы штатов		Определяют условия, при которых возможна смена корпоративной собственности (могут изменяться в зависимости от штата)
Антимонопольные законы штатов		Определяет, что в соответствии с законами штатов могут быть предъявлены иски на блокировку сделок слияния и поглощения, даже если они не оспариваются федеральным антимонопольным регулятором

Законодательный акт	Год принятия	Содержание
Поправка Эксона-Флорио к Закону об оборонной промышленности 1950 г. (Exon-Florio Amendment to the Defense Protection Act; 1950)	1988	Наделяет Комитет по иностранным инвестициям (CFIUS, Committee on Foreign Investment) полномочиями по рассмотрению влияния прямых иностранных инвестиций, включая сделки M&A, на национальную безопасность
Закон «О коррупции за рубежом» (US Foreign Corrupt Practices Act)	1977	Регулирует вопросы, касающиеся предложения, обещания, предоставления материальных и нематериальных благ любому иностранному должностному лицу с целью получения деловой выгоды (получения новых рынков или сохранения существующих контрактов)
Справедливое раскрытие информации		Устанавливает, что непубличная информация публично торгуемых корпораций должна раскрываться широкой общественности
Специфическое регулирование в отраслях		Банки, коммуникации, железные дороги, оборона, страхование, коммунальное хозяйство
Законодательство по защите окружающей среды		Определяет требования к раскрытию информации
Законодательство по труду и вознаграждениям		Определяет требования к раскрытию информации
Иностранное законодательство		Устанавливает, что трансграничные сделки – предмет юрисдикции стран, в которых покупатель и продавец ведут операции

Компании подпадают под действие требований законодательства о ценных бумагах в случае, если они являются публично торгуемыми. Появившиеся в начале 1930-х гг., эти законы стали прямым результатом потери доверия на рынках ценных бумаг после кризиса 1929 г.

Главным государственным органом, ответственным за регулирование рынка ценных бумаг и защиту инвесторов, является Комиссия по ценным бумагам и биржам²². Федеральный закон «О торговле ценными бумагами» (1934) отрегулировал публичное обращение ценных бумаг. Комиссия по ценным бумагам и биржам, как главный регулятор фондового рынка США, была создана на основании этого закона. Кроме этого, нормативную базу для ее работы на рынке ценных бумаг США составляют следующие акты.

Во-первых, Закон «О ценных бумагах» (1933), который требует предоставления инвесторам информации об эмитентах и их ценных бумагах, подлежащих публичному размещению, и запрещает обман и мошенничество при продаже ценных бумаг. В этих целях закон предусматривает государственную регистрацию большинства выпусков корпоративных ценных бумаг. Кроме того, закон определил понятие ценной бумаги, а также указал правовые условия первичного размещения ценных бумаг и правила их регистрации.

Во-вторых, Закон «О бирже ценных бумаг» (1934), который распространил концепцию раскрытия корпоративной информации с целью защиты инвесторов, вкладывающих свои средства в ценные бумаги биржевого

²² Данный институт часто называют «сторожевым псом Уолл-стрит» (the watchdog of Wall Street)

оборота. В 1964 г. действие этого акта было распространено также и на ценные бумаги внебиржевого рынка. Закон также запретил некоторые операции с ценными бумагами и установил правила для участников данного рынка.

В-третьих, Закон Уильямса (1968), который установил требования в отношении открытых тендерных предложений (tender offer). Принятие этого закона было вызвано волной внезапных поглощений компаний (takeovers), в 1960-х гг. Эти поглощения заставляли управляющих врасплох и ставили акционеров перед необходимостью принимать решения, к которым они не были готовы. В частности, закон требует, чтобы сторона, делающая открытое тендерное предложение, представила заявление как в Комиссию по ценным бумагам и биржам, так и в компанию, являющуюся целью поглощения. В этом заявлении должны быть детально изложены условия тендерного предложения, приведена информация о стороне, делающей это тендерное предложение, указаны источники финансирования сделки, а также планы в отношении компании-цели в случае совершения поглощения.

Ряд новшеств в области корпоративного управления введен Законом Сарбейнса-Оскли (2002). В нем содержатся нормы, направленные на финансовое раскрытие сделки, увеличение общей ответственности компаний, борьбу с мошенничеством на рынке ценных бумаг. На основании этого закона учрежден Комитет по надзору за отчетностью открытых акционерных компаний (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB). Данный закон:

- предусматривает расширение объема и повышение оперативности раскрытия финансовой информации о компаниях;

- обязывает публичные компании в максимально сжатые сроки предоставлять информацию о существенных изменениях в своем финансовом положении или операциях;

- отводит аудиту значительную роль в повышении достоверности финансовой отчетности компаний; устанавливает, что во всех публичных компаниях должны быть организованы комитеты по аудиту, которые будут нести полную ответственность за назначение, оплату услуг и контроль работы аудиторов;

- определяет, что обязанности Комитета по надзору за отчетностью открытых акционерных компаний заключаются в регистрации аудиторских фирм, разработке стандартов аудита, контроля качества и этики, проведении проверок аудиторских фирм и принятии дисциплинарных мер по отношению к ним, обеспечении соблюдения аудиторскими фирмами профессиональных стандартов и действующего законодательства;

- устанавливает, что Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) должна систематически (не менее одного раза в три года) проверять информацию (включая финансовую отчетность), публикуемую компаниями, ценные бумаги которых котируются на биржах или участвуют в торгах через систему NASDAQ. При этом особое внимание следует уделять компаниям с большой рыночной капитализацией, развивающимся компаниям с непропорциональным соотношением цены акций и прибыли, а также

компаниям, которые оказывают существенное влияние на какой-либо сектор экономики [24].

Рынок корпоративного контроля может способствовать созданию или укреплению монополий. В связи с этим данные сделки подпадают в сферу действия антимонопольного законодательства.

Первый антитрестовский законодательный акт в США был принят в 1890 г. – Закон Шермана. Он запретил все соглашения, картели или тайные договоренности, ограничивающие конкуренцию и ведущие к монополии в сфере торговли между штатами и в международной торговле. Закон Шермана носит общий характер, оставляя на усмотрение судов вопросы его интерпретации и применения. В дальнейшем Закон Шермана потребовал внесения дополнений (Закон Клейтона и Закон «О Федеральной торговой комиссии»), принятые в 1914 г., детализировали вопросы, связанные с ограничением конкуренции).

Два ведомства разделили ответственность за исполнение антимонопольного законодательства – Антитрестовское управление Министерства юстиции (через гражданские и уголовные правовые процедуры) и Федеральная торговая комиссия (через досудебное рассмотрение дел по административному праву).

Больше всего усилий по исполнению антитрестовских законов со стороны Антитрестовского управления Министерства юстиции было приложено в 1937–1942 гг., когда Управление, возглавляемое Турманом Арнольдом (Thurman Arnold) только за один год возбудило больше дел по Закону Шермана, чем за все первые двадцать лет его действия. Переход к Закону Селлера-Кефопера (1950) также привел к эффективной деятельности по защите от горизонтальных слияний, влияющих на конкуренцию.

Закон Харта-Скотта-Родио (1976) установил для участников планируемого поглощения требование предварительного предоставления определенной информации о себе и о сделке в Федеральную торговую комиссию и Антимонопольный департамент Министерства юстиции. Эти правительственные агентства на основе полученной информации определяют, окажет ли планируемая сделка отрицательное воздействие на конкуренцию после ее завершения. Если да, то это воздействие необходимо устранить до завершения сделки. После подачи документов, требуемых Законом, должен пройти обязательный период ожидания.

Нормативно-правовое регулирование процессов слияния и поглощения компаний в России

Процессы слияний и поглощений в России до сих пор не находят достаточного отражения в нормативно-правовой базе, формирующей и регулирующей этот рынок. Если мировой рынок таких сделок функционирует уже более ста тридцати лет, то российскому рынку нет и тридцати.

Совокупность ключевых законодательных актов, применяемых при слияниях как форме реорганизации юридических лиц, включает Гражданский кодекс Российской Федерации, федеральные законы «Об акционерных

обществах», «Об обществах с ограниченной ответственностью», «О защите конкуренции», «О банках и банковской деятельности», «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» и др. [25,26,27].

Правовое взаимодействие предприятий с органами государственной власти в рассматриваемой сфере касаются вопросов регистрации хозяйствующих субъектов, согласования правомочности сделок слияния и поглощения, противодействия монополизации рынка и ограничения конкуренции.

В соответствии с российским законодательством сделка M&A подпадает под понятие «реорганизация юридического лица» (ст. 57 ГК РФ). Реорганизация юридического лица (слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование) может быть осуществлена по решению его учредителей (участников) или органа юридического лица, уполномоченного на это учредительным документом. Юридическое лицо считается реорганизованным (исключая присоединение) с момента государственной регистрации вновь возникших юридических лиц. При реорганизации юридического лица в форме присоединения к нему другого юридического лица первое из них считается реорганизованным с момента внесения в Единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединенного юридического лица.

При слиянии юридических лиц права и обязанности каждого из них переходят к вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом (ст. 58 ГК РФ). Передаточный акт должен быть утвержден учредителями юридического лица либо органом, принявшим решение о реорганизации, и содержать положение о преемстве по всем обязательствам реорганизованного юридического лица в отношении всех его кредиторов и должников. Непредоставление в уполномоченный орган передаточного акта вместе с учредительными документами влечет за собой отказ в государственной регистрации вновь возникших юридических лиц (ст. 59 ГК РФ) [26].

Имущество обществ, созданных путем реорганизации, формируется только за счет имущества реорганизуемых обществ (Закон «Об акционерных обществах», ст. 15). При слиянии или присоединении все акции, принадлежащие участвующим в реорганизации юридическим лицам, погашаются (Закон «Об акционерных обществах», ст. 16–17) [25].

В случаях, установленных законом, реорганизация юридических лиц в форме слияния, присоединения или преобразования может быть осуществлена лишь с согласия уполномоченных государственных органов. Примером такого случая может быть ситуация, приводящая к злоупотреблению организациями своим доминирующим положением на рынке.

Сделки по слияниям регулируются антимонопольным законодательством. С предварительного согласия антимонопольного органа осуществляется слияние коммерческих организаций (за исключением финансовых организаций), если суммарная стоимость их активов (активов их групп лиц)

согласно бухгалтерским балансам по состоянию на последнюю отчетную дату, предшествующую дате представления ходатайства о слиянии (а также последнего баланса; в случае представления в антимонопольный орган уведомления о реорганизации последним балансом считается бухгалтерский баланс по состоянию на последнюю отчетную дату, предшествующую дате слияния таких организаций), превышает 7 млрд. руб. или суммарная выручка таких организаций от реализации товаров за календарный год, предшествующий году слияния, превышает 10 млрд. руб. (закон «О защите конкуренции», ст. 27) [27].

Коммерческая организация, созданная без получения предварительного согласия антимонопольного органа, в том числе в результате слияния или присоединения коммерческих организаций, в случаях, указанных в ст. 27 закона «О защите конкуренции», ликвидируется либо реорганизуется в форме выделения или разделения в судебном порядке по иску антимонопольного органа, если ее создание привело или может привести к ограничению конкуренции, в том числе в результате возникновения или усиления доминирующего положения (закон «О защите конкуренции», ст. 34) [27].

Закон «О защите конкуренции» дает определение понятию «доминирующее положение» (ст. 5): доминирующим положением признается положение хозяйствующего субъекта (группы лиц) или нескольких хозяйствующих субъектов (групп лиц) на рынке определенного товара, дающее такому хозяйствующему субъекту (группе лиц) или таким хозяйствующим субъектам (группам лиц) возможность оказывать решающее влияние на общие условия обращения товара на соответствующем товарном рынке, и (или) устранять с этого товарного рынка других хозяйствующих субъектов, и (или) затруднять доступ на этот товарный рынок другим хозяйствующим субъектам. Доминирующим признается положение хозяйствующего субъекта (за исключением финансовой организации),

1) доля которого на рынке определенного товара превышает 50 %, если только при рассмотрении дела о нарушении антимонопольного законодательства или при осуществлении государственного контроля за экономической концентрацией не будет установлено, что, несмотря на превышение указанной величины, положение хозяйствующего субъекта на товарном рынке не является доминирующим;

2) доля которого на рынке определенного товара составляет менее чем 50%, если доминирующее положение такого хозяйствующего субъекта установлено антимонопольным органом исходя из неизменной или подверженной малозначительным изменениям доли хозяйствующего субъекта на товарном рынке, относительного размера долей на этом товарном рынке, принадлежащих конкурентам, возможности доступа на этот товарный рынок новых конкурентов либо исходя из иных критериев, характеризующих товарный рынок.

При этом одной из существенных проблем для России остается отсутствие антирейдерского закона. Это обстоятельство, а также несовершенство законодательной базы, отсутствие сильной и независимой

судебной власти и рост коррупции делают возможным развитие процессов недружественного поглощения.

Резюме по теме 5

1. Американская система правового регулирования на рынке корпоративного контроля на сегодняшний день по праву считается одной из самых надежных и развитых. Более того, для многих стран она по-прежнему считается образцовой.

2. Американская доктрина в сфере M&A базируется на законодательстве о ценных бумагах, антимонопольном регулировании и целевых нормативно-правовых актах, регулирующих сделки M&A (по отраслям, странам и т.д.).

3. Мировой рынок слияний и поглощений насчитывает более ста тридцати лет, то российскому рынку нет и тридцати. Российское законодательство в сфере M&A требует дальнейшего развития (например, разработка антирейдерского закона).

Вопросы для обсуждения по теме 5

1. Каковы основные направления нормативно-правового регулирования на рынке корпоративного контроля в мировой практике?

2. Какова роль государства в регулировании сделок M&A?

3. Каковы основные направления развития российской правовой доктрины в сфере корпоративных интеграций?

Ситуация для анализа по теме 5

Прочитайте фрагмент доклада UNCTAD «Международное сотрудничество при рассмотрении дел о слияниях как эффективное средство конкурентного правоприменения» и ответьте на вопросы:

1. Каковы инструменты международного сотрудничества в сфере нормативно-правового регулирования рынка корпоративного контроля?

2. Какова роль национальных антимонопольных органов в регулировании международного рынка корпоративного контроля? Какие европейские органы занимаются этими вопросами?

3. Каковы основные направления развития нормативно-правового регулирования рынка корпоративного контроля в России с учетом мировой практики?

Введение

В наше время структура мирового хозяйства стремительно изменяется, и важную роль в процессе глобализации играет международное сотрудничество. В связи с обострением конкуренции на международных рынках, наиболее важно, чтобы конкурентные ведомства могли свободно обмениваться информацией и опытом, сотрудничать при расследовании международных дел. В России реализация данных функций возложена на уполномоченный федеральный орган исполнительной власти – Федеральную антимонопольную службу (ФАС России).

Для ФАС России международное сотрудничество является одной из приоритетных сфер деятельности. По причине усиления интеграционных процессов, либерализации доступа на российский рынок, увеличения количества нарушений на трансграничных рынках, а также развития законодательства, в том числе заключения международных соглашений, ФАС налаживает механизмы взаимодействия с конкурентными ведомствами других стран.

В последнее время во всем мире, в том числе и в России, наблюдается стремительное увеличение числа и масштабов сделок слияния. Интеграционные процессы охватывают все больше предприятий из различных отраслей экономики, увеличивается и количество сделок с участием иностранного капитала. Для предпринимателей активное участие в сделках слияния имеет определенную экономическую мотивацию: расширение рынков сбыта, новые возможности для снижения издержек, построение вертикально-интегрированных производственных систем, более широкие возможности по доступу к рынку капитала.

Слияния в России

В последние годы экономическая концентрация набирает силу. И широкое распространение при указании на усиление экономической концентрации получило такое словосочетание, как «слияния и поглощения».

Слияния и поглощения – сложные корпоративные процессы реорганизации бизнеса, существенно влияющие на дальнейшее развитие как отдельных компаний, так и отраслей в целом. В российском законодательстве предусмотрено пять форм реорганизации предприятий: слияние, присоединение, разделение, выделение и преобразование.

Несмотря на то, что такое понятие, как «слияние», имеет четкое определение в российском законодательстве и является одной из форм реорганизации юридических лиц, а термин «поглощение» не имеет юридического определения, словосочетание «слияния и поглощения» стало синонимом различных действий, которые так или иначе ведут к усилению концентрации.

В статье 27 ФЗ № 135 «О защите конкуренции» («Создание и реорганизация коммерческих организаций с предварительного согласия антимонопольного органа») указано, что с предварительного согласия антимонопольного органа осуществляются следующие действия:

1) слияние коммерческих организаций (за исключением финансовых организаций), если суммарная стоимость их активов (активов их групп лиц) по бухгалтерским балансам по состоянию на последнюю отчетную дату, предшествующую дате представления ходатайства (далее также – последний баланс, в случае представления в антимонопольный орган уведомления последним балансом считается бухгалтерский баланс по состоянию на последнюю отчетную дату, предшествующую дате слияния таких коммерческих организаций), превышает семь миллиардов рублей или суммарная выручка таких организаций (их групп лиц) от реализации товаров за календарный год, предшествующий году слияния, превышает десять миллиардов рублей;

2) присоединение одной или нескольких коммерческих организаций (за исключением финансовых организаций) к иной коммерческой организации (за исключением финансовой организации), если суммарная стоимость их активов (активов их групп лиц) по последним балансам превышает семь миллиардов рублей или суммарная выручка таких организаций (их групп лиц) от реализации товаров за календарный год, предшествующий году присоединения, превышает десять миллиардов рублей.

Коммерческая организация, созданная без получения предварительного согласия антимонопольного органа, в том числе в результате слияния коммерческих организаций, ликвидируется либо реорганизуется в форме выделения или разделения в судебном порядке по иску антимонопольного органа, если ее создание привело или может привести к ограничению конкуренции, в том числе в результате возникновения или усиления доминирующего положения.

Положения о слияниях представлены и в других документах российского законодательства. Например, согласно главе 4 Гражданского кодекса РФ реорганизация юридических лиц в форме слияния может быть осуществлена лишь с согласия уполномоченных государственных органов (п. 3 ст. 57 ГК РФ). При слиянии юридических лиц права и обязанности каждого из них переходят к вновь возникшему юридическому лицу (п. 1 ст. 58 ГК РФ).

Международное сотрудничество ФАС России в делах о слиянии

В 2012 г. между Россией, Республикой Беларусь и Казахстаном было подписано Соглашение о единых принципах и правилах конкуренции, позволяющее антимонопольным органам стран-участниц наиболее быстро и эффективно обмениваться информацией, проводить совместно отдельные процессуальные действия, координировать правоохранительную деятельность, а также осуществлять правоприменительную деятельность по запросу одной из сторон.

В 2014 г. это Соглашение сменил Договор о Евразийском экономическом союзе (ЕАЭС), в рамках которого также предусмотрены принципы и правила конкуренции.

Компетенция постоянно действующего наднационального регулирующего органа ЕАЭС – Евразийской экономической комиссии, в отличие от национального законодательства, не распространяется на финансовые рынки, на ограничивающие конкуренцию акты и действия органов власти и, в отличие от Европейского союза, не касается вопросов экономической концентрации – рассмотрение сделок слияний и поглощений остается на национальном уровне.

Однако согласно 4 пункту статьи 75 Договора (Общие принципы конкуренции) стороны в соответствии со своим законодательством обеспечивают эффективный контроль за экономической концентрацией в той мере, в какой это необходимо для защиты и развития конкуренции на территории соответствующей Стороны.

Согласно пункту 5 статьи 75 Договора каждая Сторона обеспечивает наличие национального органа государственной власти, в компетенцию которого входит реализация антимонопольной (конкурентной) политики, что подразумевает, помимо прочего, наделение такого органа полномочиями по контролю за экономической концентрацией, а также полномочиями по предупреждению и выявлению нарушений

конкурентного (антимонопольного) законодательства, принятию мер по прекращению указанных нарушений и привлечению к ответственности за такие нарушения (далее – уполномоченный орган Стороны).

В рамках Договора каждый из уполномоченных органов Сторон уведомляет уполномоченный орган другой Стороны в случае, если станет известно, что его правоприменительная деятельность может затронуть интересы другой Стороны в сфере защиты конкуренции. Однако сделки по слиянию или приобретению являются исключением.

Наиболее выгодным видом международного сотрудничества является запрос информации, который наиболее часто используется при взаимодействии в рамках СНГ.

Например, в 2011 г. ФАС России рассмотрел дело о нарушении антимонопольного законодательства (вертикальное соглашение) в отношении ЗАО «Торговый дом “БелАЗ”» (Россия), ЗАО «Компания БЕЛАЗКОМПЛЕКТ ПЛЮС» (Россия) и ОАО «Белорусский автомобильный завод» (Беларусь). В рамках Соглашения о единых принципах и правилах конкуренции ФАС России запросил информацию о белорусской компании от конкурентного ведомства Беларуси, что упростило процесс принятия решения.

Рассматривая сделки со слиянием, ФАС России считает, что самым выгодным инструментом международного сотрудничества является вейвер, хотя ведомство и не имеет широкого опыта применения данного инструмента. Одним из самых успешных примеров его использования было взаимодействие в 200 г. между ФАС России и Европейской Комиссией. Это первое дело на практике ФАС России, где был применен механизм «письма-отказа» от конфиденциальности в рамках рассмотрения сделки по приобретению компании Sun Microsystems компанией Oracle Corporation. Ходатайства на совершение сделки были поданы на рассмотрение в конкурентные ведомства многих стран мира, включая ФАС России и Европейскую Комиссию. Для того, чтобы учесть мировой опыт зарубежных конкурентных ведомств при рассмотрении указанной сделки, совершение которой могло бы отрицательно повлиять на конкуренцию на рынках нескольких стран, ФАС России организовала консультации с Европейской Комиссией.

Предварительным условием для проведения таких консультаций является то, что компания, которая является предметом консультаций, должна направить официальный отказ от конфиденциальности, в котором она подтверждает свое согласие на консультации между Европейской Комиссией и ФАС России с предоставлением права на обмен конфиденциальной информацией.

Таким образом, ФАС России стала участником процедуры применения указанного механизма, который является наиболее выгодным в случаях, когда получить конфиденциальную информацию напрямую не предоставляется возможным, а также при расследовании дел о нарушении антимонопольного законодательства России и ЕС.

Говоря о международном сотрудничестве ФАС России в делах о слиянии, нельзя не упомянуть о ходатайстве компании AerCap Ireland Limited о приобретении 100 % голосующих акций компании International Lease Finance Corporation.

С целью принятия решения по результатам рассмотрения ходатайства ФАС России был проведен анализ рынка лизинговых услуг в сегменте лизинга авиационных судов. В связи с тем, что географические границы рынка лизинга авиационных судов не ограничены территорией Российской Федерации, ФАС России была применена процедура отказа от конфиденциальности *waivers*, в результате которой ФАС России была получена информация, послужившая основой для принятия решения по данной сделке зарубежными конкурентными ведомствами, а именно: Федеральным конкурентным ведомством Германии, Ирландским антимонопольным органом, Министерством коммерции Китайской Народной Республики, Федеральной комиссией по экономической конкуренции Мексики, Корейской Комиссией по справедливой торговле, Федеральной торговой комиссией США, Министерством юстиции США, Инспекцией по контролю за рыночной властью Эквадора, Комиссией по вопросам конкуренции Южной Африки.

При проведении анализа рынка лизинговых услуг в сегменте лизинга авиационных судов ФАС России были непосредственно учтены сведения Ирландского антимонопольного органа, Федерального конкурентного ведомства Германии и Конкурентного ведомства Португалии.

Кроме того, в ходе рассмотрения ходатайства ФАС России была проведена встреча с представителями компаний, участвующих в сделке, а также велись телефонные переговоры с представителями зарубежных конкурентных ведомств. По результатам проведения анализа ФАС России было установлено, что заявленная в ходатайстве сделка не приведет к ограничению конкуренции на исследуемом рынке. В связи с этим ФАС России было принято решение об удовлетворении данного ходатайства.

В прошлом ФАС России активно сотрудничала с Генеральным директоратом по конкуренции Европейской Комиссии в рамках Меморандума о взаимопонимании в сфере сотрудничества между Федеральной антимонопольной службой России и Генеральным директоратом по конкуренции Европейской Комиссии (Брюссель, 10 марта 2011 г.). План взаимодействия определял сектора экономики высокой приоритетности с точки зрения международного взаимодействия, а также формат и методы осуществления такого взаимодействия.

26 марта 2012 г. Европейская Комиссия начала рассмотрение сделки по слиянию на аэрокосмическом рынке в соответствии с Положением ЕС о слияниях. Дело касалось приобретения компании Goodrich Corporation (Goodrich) компанией United Technologies Corporation (UTC). UTC намеревалась приобрести всю компанию Goodrich по цене 18,4 млн. долл., что являлось одной из крупнейших сделок в авиакосмической

промышленности за последние годы. Обе компании являются крупными американскими компаниями, которые играют важную роль на рынке авиационной техники.

Принимая во внимание тот факт, что российская Корпорация «Иркут» является одним из ключевых игроков в аэрокосмической отрасли на мировом рынке, Генеральный директорат по конкуренции должен был принять во внимание его деятельность при рассмотрении указанной сделки.

Генеральный директорат по конкуренции обратился в ФАС России с просьбой о предоставлении помощи в получении информации от компании «Иркут». ФАС России выполнила просьбу Генерального директората по конкуренции. Данное дело является примером того, как ФАС России удалось защитить национальные интересы.

Слияния и поглощения: последние тренды

Количество сделок, попадающих под контроль ФАС России, с каждым годом становится все меньше и меньше. Десять лет назад в ФАС поступало около 6 000 ходатайств и 44 000 уведомлений. Однако после изменения антимонопольного законодательства (последовательного внедрения четырех антимонопольных пакетов), эти цифры значительно уменьшились. В 2013 г. ФАС России и ее территориальные органы рассмотрели всего 2 258 ходатайств (400 из них от иностранных инвесторов) и 1 913 уведомлений. Количество отказов при этом составило 1,5 %. Такая тенденция сохранилась и в первом полугодии 2014 г.: 807 ходатайств (из них 154 от иностранных инвесторов) и всего 8 отказов.

Вместе с тем введено регулирование совместных предприятий – заключение соглашений о совместной деятельности. Однако осуществляется такое регулирование только в том случае, если соглашения заключают предприятия-конкуренты, суммарная стоимость их активов превышает 7 млрд руб., а суммарная выручка составляет 10 млрд руб. и более.

В 2014 г. Правительственная комиссия по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации согласовала все сделки, вынесенные на рассмотрение: сделку американской фармацевтической компании «Эббот» по приобретению российского ОАО «Верофарм» – ведущего производителя препаратов для лечения онкологических заболеваний; сделку немецкой компании «Блиц Ф14-206 ГмбХ» в отношении ООО «ГЕА Машинпэкс», являющегося стратегическим хозяйством (производит оборудование для атомных электростанций), и сделку швейцарской компании Холсим Лтд, мирового производителя строительных материалов, по установлению контроля над компанией ОАО «Лафарж цемент».

ФАС России ведет политику открытости и прозрачности в этом вопросе. Все ходатайства, поступающие от юридических лиц, а также решения антимонопольных органов, вынесенных по результатам их рассмотрения, размещаются в единой и открытой для всех базе ФАС России, созданной во исполнение мероприятий Дорожной карты по развитию конкуренции и совершенствованию антимонопольного законодательства.

Тема 6. Корпоративные конфликты: природа, сущность, тактика поведения

1. Предпосылки для возникновения и развития корпоративных конфликтов
2. Основные тактики захвата и методы защиты от поглощений
3. Особенности корпоративных конфликтов в России

Предпосылки для возникновения и развития корпоративных конфликтов

Корпоративные конфликты – это недружественные поглощения, основанные на перераспределении между заинтересованными сторонами прав собственности и контроля методами, противоречащими нормам законодательства, принципам деловой этики, условиям добросовестной конкуренции. Корпоративные конфликты представляют собой передел собственности и сфер бизнеса с целью концентрации и централизации капитала.

Под *недружественным поглощением компании (или актива)* понимается установление над этой компанией (или активом) полного контроля как в юридическом, так и в физическом смысле, вопреки воле менеджмента и/или собственника (собственников) [12]. Используемое определение дает основания выделить наиболее характерный признак всякого недружественного поглощения: компания-мишень (собственник актива, крупнейшие акционеры, менеджеры предприятия) всегда будут сопротивляться действиям компании-агрессора.

Недружественным атакам чаще всего подвергаются компании-мишени, имеющие нестабильное финансовое положение. Акции потенциальных объектов захвата часто оказываются распределенными среди большого числа миноритарных акционеров. Эти условия являются идеальными для реализации проекта по недружественному поглощению, однако, как показывает практика, компании-агрессоры нападают не только на слабые компании. Любое предприятие может подвергнуться недружественной атаке. Даже если контрольный пакет акций потенциальной компании-мишени принадлежит одному лицу или группе единомышленников и предприятие ведет прибыльную деятельность, это не защищает его от возможных нападений. В некоторых случаях именно успешный бизнес компании-мишени является «лакомым куском» для захватчиков.

Предпосылками для враждебных поглощений являются непрозрачность корпоративных связей и структуры собственности, что затрудняет идентификацию позиций реальных игроков на рынке слияний и поглощений и усложняет установление реального собственника ключевых активов, и несовершенство информационной базы, применяемой участниками сделки для оценки стоимости компаний.

Недружественное поглощение предполагает инициативную деятельность инвестора по приобретению акций корпорации и / или формированию их контрольного пакета без согласия ее собственников и совета директоров. Как

правило, это ведет к существенным изменениям в составе акционеров, замене совета директоров, топ-менеджмента. В итоге происходит смена стратегии деятельности компании, ее политики в отношении трудового коллектива, профиля деятельности и т.д.

Враждебному поглощению способствуют ситуации, при которых:

– стоимость акций компании-цели занижена и не соответствует реальным результатам ее деятельности;

– доля заемных средств в капитале поглощаемой компании относительно низка;

– сравнительно невысока концентрация собственности;

– менеджмент компании-цели обладает незначительным пакетом акций.

Рассмотрим основные виды враждебных поглощений (рис. 21)

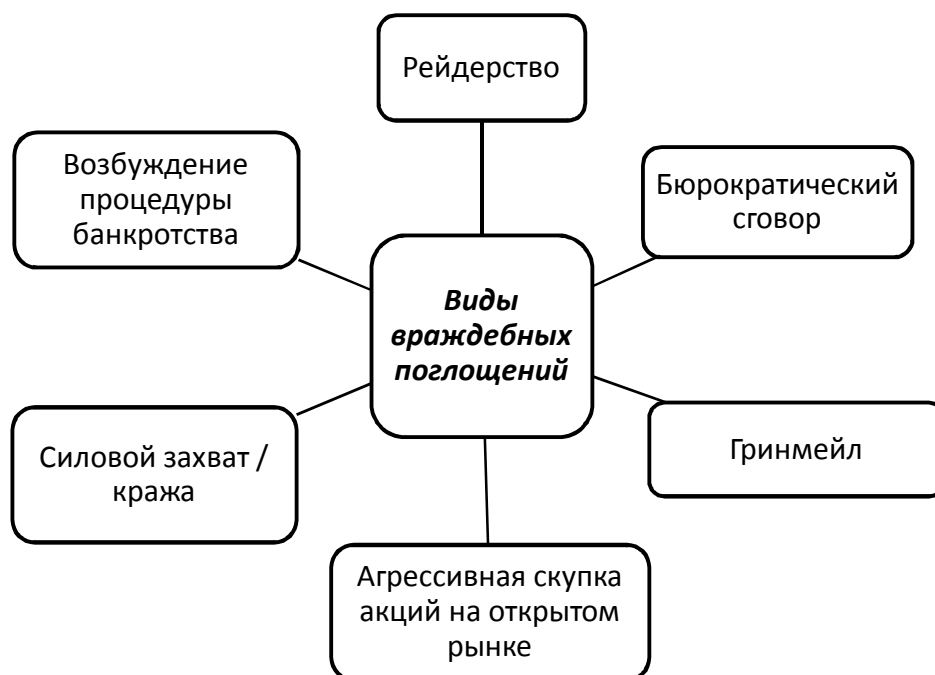


Рис. 21. Виды враждебных поглощений

Рейдерство – это попытка одной или нескольких компаний осуществить поглощение другой компании при помощи предложения о покупке всех или большинства голосующих акций компании-жертвы. Уровень рейд-опасности – вероятность рейдерской атаки (пять цветов – зеленый, синий, желтый, оранжевый, красный). Рейд-пригодный объект – предприятие с дорогими, но слабо защищенными активами.

Рейдерство является сложно доказуемым, «интеллектуальным» видом преступлений, распространенным в самых различных странах. В развитых странах, которые отличаются комплексным и проработанным корпоративным законодательством, относительно невысоким уровнем коррупции и наличием цивилизованных предпринимательских традиций, рейдерство не превращается в системную проблему. В странах, переживших структурные изменения, имеющих переходную экономику, «передел собственности» носит системный характер и представляет значительную угрозу для экономики в целом. В таких странах ежегодно проходит более тысячи рейдерских захватов, но количество

обвинительных приговоров, вынесенных рейдерам, очень мало. Рейдерство, как правило, опирается на административный ресурс и высокий уровень коррупции, выступая «беловоротничковым» уголовным промыслом [1].

Бюрократический сговор (применяется по отношению к компаниям, основным акционером которых является государство) – это подкуп чиновника, выступающего представителем интересов данной компании. Способ удобен, когда компания-агрессор не в состоянии получить желаемый контрольный пакет акций в обозримом будущем и не может обанкротить компанию-мишень.

Гринмэйл (корпоративный шантаж) в классическом понимании представляет собой комплекс различных корпоративных действий, предпринимаемых миноритарным акционером, чтобы вынудить всех или основных его акционеров приобрести акции, принадлежащие этому миноритария, по весьма высокой цене [12]. Иными словами, гринмэйл является разновидностью высокоинтеллектуального вымогательства.

Схема действия гринмэйлера, как правило, не отличается особым разнообразием. Сначала он приобретает небольшой пакет акций компании, а потом по заранее разработанному сценарию начинает свою борьбу, которую ведет до тех, пока не получит предложение о продаже своих акций по более высокой цене. Во многих случаях гринмэйлеру достаточно получить доверенность от мелкого акционера, которая обходится значительно дешевле.

Обычный арсенал мелкого гринмэйлера включает постоянные требования о проведении внеочередных общих собраний акционеров, жалобы в различные органы с целью инициировать проверки в отношении компании, ее должностных лиц и крупнейших акционеров, беспричинное судебное обжалование решений и действий органов управления.

Агрессивная скупка акций на открытом рынке (либо первоначально скрытая покупка акций у работников и других миноритарных акционеров без извещения других акционеров) – прямое обращение к акционерам (цивилизованными и нецивилизованными методами), которое может осуществляться непосредственно инвесторами или представляющими их интересы брокерскими компаниями. Эта форма захвата тем проще, чем менее ликвидны акции компании: акционеры не знают их реальную стоимость и готовы продать по достаточно низкой цене.

Силовой захват (кража) – применение противозаконных и уголовно наказуемых мошеннических действий с целью получения пакетов акций.

Возбуждение процедуры банкротства имеет место, если компания не способна осуществлять платежи по долгам и кредиторы не одобряют предложенный менеджментом план мероприятий по выходу из кризиса, при этом интересы акционеров не учитываются либо рассматриваются в последнюю очередь.

Инициаторами банкротств могут быть:

– руководитель или собственник компании (преднамеренное, фиктивное банкротство), стремящийся отсрочить погашение долгов, скрыть вывод активов, восстановить утраченные позиции с помощью замены команды и т.д.;

- конкуренты, представители органов власти, стремящиеся приобрести активы по заниженной цене, в том числе для включения в производственную цепочку другого предприятия, отстранить действующее руководство компании от принятия решений;

- кредиторы – в случае отсутствия платежей по долговым обязательствам.

Любая попытка недружественного поглощения начинается со сбора информации о компании-цели, а также о ее основных акционерах, менеджерах и контрагентах; эти сведения можно распределить на две группы:

- информация личного характера
- информация делового характера;
- информация юридического характера.

Повышенное внимание уделяется сбору различного рода компрометирующих сведений. Сбор информации проходит практически незаметно для компании-мишени, обнаружить данный процесс можно по следующим, на первый взгляд, обычным явлениям и событиям:

- миноритарные акционеры неожиданно начинают проявлять ничем не обусловленный интерес к деятельности предприятия и требуют предоставления копий различных документов;

- держателю реестра поступает требование о предоставлении данных реестра от группы акционеров, которым в совокупности принадлежит более 1 % акций;

- проявление сверхинтереса к деятельности компании со стороны средств массовой информации;

- возникновение неожиданных правовых проблем;

- внезапные проверки представителями различных правоохранительных и контролирующих органов;

- внедрение агентов по сбору информации под прикрытием общественных организаций.

Несовершенство действующего законодательства, регулирующего сделки в сфере M&A, является главным двигателем для компаний-агрессоров, проводящих в отношении компаний-мишеней враждебный захват. Многие проблемы, возникающие в процессе слияний и поглощений, должны решаться путем строгого законодательного регулирования, четко прописывающего процедуры реализации такого рода сделок и исключаящего их произвольное толкование.

После сбора информации и ее анализа компания-агрессор приступает к выработке стратегии недружественного поглощения. Не существует универсальной стратегии, в каждом случае вырабатывается уникальный план действий.

Основные тактики захвата и методы защиты от поглощений

Практика корпоративных захватов выработала особую терминологию в данной сфере (табл. 16)

Краткий словарь рейдера

Термин	Интерпретация
Болото / Ежики / Мелкие и жадные	мелкие (миноритарные) акционеры предприятия-жертвы
Враги	владелец пакетов-акций предприятия-жертвы
Вход	силовой захват административного здания предприятия и кабинета генерального директора; сопровождается взятием скипетра и державы, а также выносом тела
Вынос тела	завершающий этап захвата, заключается в силовом выдворении генерального директора
Добросовестный приобретатель	заказчик рейдерского захвата
Командные высоты	организации, с которыми необходимо поддерживать постоянный контакт после входа (Федеральная налоговая служба, Федеральная регистрационная служба и т.д.)
Меры	определение суда об аресте имущества и акций предприятия, отстранении генерального директора
Пехота / Пионеры	сотрудники фирмы-рейдера, выполняющие техническую работу
Прокладка / Техничка	компания-однодневка, которую используют для разовых операций в процессе рейдерского захвата
Скипетр и держава	атрибуты власти генерального директора: печать, право подписи, кресло, кабинет, табличка на двери
Фронт	крупный чиновник из ФСБ, МВД, прокуратуры

Рассмотрим наиболее распространенные методы защиты от недружественных поглощений.

1. Удар по имиджу:

- «бросание грязи» – создание неблагоприятного образа компании-агрессора у акционеров, общественности и государственных органов;
- имитация скупки акций – предложение о скупке по очень высокой цене, что останавливает желающих продавать;
- ценовые мифы – распространение информации, повышающей цену компании и делающей поглощение невыгодным;
- попытка убедить акционеров, что предлагаемая им цена за акции существенно занижена.

2. Разработка мер, направленных на создание дополнительных препятствий для потенциального поглотителя:

- «Золотые, серебряные и оловянные парашюты» – специальные соглашения с сотрудниками компании-мишени о выплате им денежной компенсации при увольнении вследствие изменения контроля над компанией. «Золотые парашюты» (“golden parachutes”) предназначены для топ-менеджмента и должны составлять не менее трех годовых базовых зарплат плюс бонусы. «Серебряные парашюты» (“silver parachutes”) используются для

менеджеров среднего звена и составляют от полутора до двух годовых зарплат с бонусом. «Оловянные парашюты» (“tin parachutes”) дают гарантии всем остальным сотрудникам компании, размер зависит от стажа и возраста работника, но не превышает полтора размера годовой зарплаты;

- наделение правом голоса привилегированных акций после скупки контрольного пакета поглотителем;
- взятие займов на условиях, предусматривающих их немедленное погашение при поглощении.

3. Операции с акциями:

- увеличение долга корпорации, делающее ее менее привлекательной для поглощения и снижающее ее кредитоспособность;
- «белый рыцарь» – параллельная скупка собственных акций на свой баланс, дочернее общество, дружественного инвестора, не заинтересованного в поглощении компании;
- встречная скупка акций поглотителя;
- повышение стоимости акций в случае попытки скупки пакета;
- ограничение выпуска облигаций;
- гарантия права досрочного выкупа акций при поглощении;
- дополнительная эмиссия с целью размывания капитала;
- предложение поглотителю выкупить его долю в капитале по завышенной цене.

4. Реструктуризация активов:

- «драгоценности короны» – распродажа активов, представляющих наибольший интерес для поглотителя дружественным фирмам;
- «выжженная земля» – продажа всех активов.

5. Снижение привлекательности активов:

- сдача активов в долгосрочную аренду надежному арендатору на льготных условиях;
- передача части активов в залог;
- перевод прибыльных видов деятельности в аффилированные компании;
- планирование защитных слияний сомнительной ценности;
- увеличение уставного капитала за счет его переоценки, что делает поглощение более дорогим.

6. Корректировка норм устава и включение в него антизахватных положений («акуля отравка»):

- положение о сегментированном (эшелонированном) совете директоров (segmented board provision, или staggered board amendment): в устав вносится условие, устанавливающее определенный порядок переизбрания членов совета директоров. В результате увеличивается срок, в течение которого собственник контрольного пакета может обеспечить себе мажоритарную позицию в совете директоров. Многоступенчатые выборы предполагают разделение директоров компании на различные классы. Каждый год переизбирается только один класс директоров. Эшелонированный совет

директоров называется эффективным, если в уставе установлено не менее трех классов директоров, закреплен запрет смещать директоров без причины, а акционеры не имеют права увеличивать количество членов совета директоров и заполнять вакансии новыми лицами²³;

– условие о супербольшинстве (*supermajority provisions*): в устав вносятся поправки, чтобы для принятия решения о поглощении было необходимо количество голосов, превышающее квалифицированное большинство (80–90 % от общего количества голосующих акций)²⁴;

– положение о справедливой цене (*fair price provision*) предусматривает, что все акционеры компании-мишени в случае ее поглощения получат одинаковую стоимость своих акций вне зависимости от момента их продажи, т.е. чтобы покупатель контрольного пакета заплатил всем оставшимся акционерам такую же цену, по которой он приобрел контрольный пакет;

– положение о других заинтересованных лицах: совет директоров, принимая решение о сделке, должен учитывать интересы иных связанных с фирмой лиц, а не только интересы акционеров. Другие заинтересованные лица – это клиенты, поставщики, сотрудники фирмы, население региона, в котором работает компания;

– ограничения на бизнес-комбинации: в устав вводится положение, запрещающее бизнес-комбинации (слияние, продажа активов и т.п.) между фирмой и ее отдельным акционером, который приобрел без предварительного согласия руководства более 10 % акций;

– поправка об ограничении прав голоса (*restricted voting rights amendment*): акционеры, владеющие существенной долей в капитале компании-мишени (выше определенного процента акций), не имеют права голоса без специального разрешения совета директоров;

– положение о периоде ожидания (*waiting period amendment*): нежелательные покупатели могут завершить поглощение только по истечении определенного периода (как правило, до нескольких лет);

– «подкидывание ежей» (“porcupine provisions”): в случае безусловного предложения о поглощении (*unconditional bid*) тот, кто сделал такое предложение, платит предложенную цену безотносительно к количеству приобретаемых акций, в то время как тот, кто выдвинул предложение о поглощении с условиями (*conditional bid*), согласен платить предложенную цену только в том случае, если он получает контрольный пакет;

– «пчелы-убийцы» (“killer bees”): в качестве «пчел-убийц» выступают организации, поддерживающие компанию-мишень, чаще всего это инвестиционные компании либо банки. Данные компании разрабатывают

²³ В России члены совета директоров компаний избираются на один год, поэтому подобная защитная тактика для отечественных фирмы невозможна.

²⁴ Для российских акционерных обществ данный вид защиты недоступен из-за императивных норм закона, устанавливающих процент голосов, необходимый для принятия решений на общем собрании (как правило, 75 % голосов акционеров – владельцев голосующих акций; при этом самостоятельно установить более высокий процент для одобрения поглощения компания не вправе).

стратегии по превращению компании-мишени в менее привлекательную и более сложную для поглощения;

– штраф за разрыв сделки (break-up fee): если компания-мишень добровольно идет на слияние, в договор об объединении включается положение о выплате значительного штрафа за срыв сделки.

Таблица 17

Основные тактики защиты от корпоративных захватов

Название	Описание
Белый рыцарь (White knight)	интервенция предложения о поглощении от третьей компании, которая готова на слияние или поглощение с компанией-жертвой для того, чтобы уберечь ее от нежелательного поглощения
Золотой парашют (Golden parachute)	любые выгодные условия выходного пособия, включенные в контракт директоров, которые делают их увольнение слишком дорогим
Концерт	несколько инвесторов, каждый из которых скупает акции компании с дальнейшей перспективой сложить свои пакеты и действовать заодно при поглощении компании
Отравленная пилюля (Poison pill)	потенциальная жертва сама поглощает или сливается с другой компанией для того, чтобы сделать себя менее привлекательной в финансовом или структурном отношении для потенциального поглотителя
Подкидывание ежей	любое сложное соглашение между компанией и ее поставщиками, клиентами или кредиторами, которое усложняет интеграцию бизнеса компании, выставляющей предложение о поглощении, с бизнесом компании-жертвы
Рейд на рассвете (Dawn raid)	попытка инвестора приобрести значительный пакет акций другой компании посредством передачи брокерам команды скупить все имеющиеся в наличии акции компании сразу же после открытия биржи и сделать это прежде, чем компания-мишень поймет, что она действительно стала мишенью
Черный рыцарь (Black knight)	компания, которая выставляет предложение о покупке, которое не одобряет компания-жертва

Особенности корпоративных конфликтов в России

Ситуация на рынке слияний и поглощений, складывающаяся на сегодняшний день в России, радикально отличается от той, что имела место несколько лет назад. В начале приватизации бывшие государственные предприятия хотя и были преобразованы в акционерные общества, т. е. частные компании, однако по-прежнему, оставались общими, а точнее – ничьими. Таким положением дел не преминул воспользоваться нарождающийся класс капиталистов-собственников, заработавших начальный капитал на заре кооперативного движения, а затем скупивших оптом за ничтожно малую цену отечественную промышленность.

Аналитики отмечают, что эта деятельность была крайне выгодна. Доходность бизнеса по поглощению предприятий в 1993–1997 гг. измерялась тысячами процентов годовых [12].

С течением времени руководители акционерных обществ освоили и другие способы формирования контрольных пакетов. До 1 января 2002 г. заслуженной популярностью пользовались консолидация акций и дополнительные эмиссии акций по закрытой подписке среди ограниченного круга лиц. Оба способа позволяли с минимальными затратами сформировать контрольные пакеты акций у руководства, для этого даже не требовалось покупать акции у трудового коллектива, а нужный исход голосования на общих собраниях акционеров обеспечивал административный ресурс. Надо заметить, что новшества в акционерном законодательстве оказались как нельзя кстати для руководства предприятий. Проводя внеочередные общие собрания с повесткой дня об увеличении уставного капитала общества и распределении акций по закрытой подписке, мало кто из руководителей подозревал, что у голосовавших «против» или не принимавших участия в голосовании в этом случае возникало право требования выкупа акций. Те, кто в дальнейшем спохватывались, могли требовать выкупа лишь через суд. Решения собраний акционеров, проведенных в конце 2001 г., спасал сокращенный – шестимесячный – срок исковой давности.

Так или иначе, к началу 2003 г. акционерные общества с распределенным среди мелких акционеров контрольным пакетом акций стали редкостью. Все предприятия, которые представляли хоть какую-нибудь ценность, уже приобрели новых собственников. Именно поэтому в настоящее время подавляющее большинство акционерных обществ, созданных в ходе приватизации и доживших до сегодняшних дней, можно условно разделить на две группы:

1) предприятия, чьи контрольные пакеты акций были выкуплены внешним инвестором (т.е. компании были поглощены);

2) предприятия, в которых менеджмент проявил необходимую экономическую активность и самостоятельно сформировал контрольные пакеты.

Эксперты отмечают следующие основные способы захвата предприятий в российской практике:

1) через акционерный капитал: покупка миноритарного пакета акций и оказание давления на собственников; скупка мелких пакетов акций и формирование из них блокирующего пакета, размывание контрольного пакета акций;

2) через наемное руководство, которое по указанию рейдеров выводит активы в подконтрольные поглотителям структуры;

3) через кредиторскую задолженность: преднамеренное доведение до банкротства или целенаправленное понижение стоимости активов и их последующая скупка;

4) через применение процедуры оспаривания итогов приватизации;

5) оспаривание прав собственности на стратегически важные активы (материальные и нематериальные).

Наиболее опасным является одновременное применение различных приемов: проверки со стороны различных государственных структур и

правоохранительных органов, обыски и выемки документов, оспаривание итогов приватизации, налоговые претензии, иски подставных фирм на основе подложных документов и т.д.

Основные методы защиты от поглощения в России – «тяжба», выкуп акций менеджментом или аффилированными структурами, вывод привлекательных активов, использование альтернативных органов управления обществом (два общих собрания, два совета директоров, два генеральных директора).

В России в силу существенных упущений законодательства, включая отсутствие антирейдерского закона, не существует общепринятых правил урегулирования корпоративных конфликтов. Стороны используют в своей борьбе любые доступные средства. Сложившаяся практика разрешения корпоративных конфликтов, позволяющая дискредитировать неприкосновенность прав частной собственности, является мощным сдерживающим фактором для повышения инвестиционной активности.

В подобных условиях развития рынка корпоративного контроля основная «стратегическая» деятельность компании сводится к выработке методов защиты от поглощения. То есть основная цель компании на рынке слияний и поглощений – это защита от поглощения.

Резюме по теме 6

1. Непрозрачность корпоративных связей, несовершенство законодательной базы, высокий уровень коррупции, недооцененность активов компании являются основными предпосылками для ее недружественного захвата.

2. В качестве основного мотива для недружественного поглощения часто выступает желание компании-агрессора получить доступ к ликвидным активам компании-цели по минимальной цене.

3. Анализ схем враждебных слияний и поглощений показывает, что диапазон их действия колеблется в пределах от простой скупки долговых обязательств до инициирования процедуры банкротства с одновременной скупкой акций у членов трудового коллектива, махинаций с реестром акционеров и использования «административного ресурса».

Вопросы для обсуждения по теме 6

1. Почему возникают корпоративные противоречия? Приведите несколько примеров корпоративных конфликтов, заполните табл. 18.

Таблица 18

Противоречия между участниками рынка корпоративного контроля

Проблема (противоречие)	Позиция собственника	Позиция менеджера

2. Какие управленческие решения можно предложить для разрешения корпоративного конфликта при определении размера дивидендов?

3. Какие методы противостояния корпоративным конфликтам и при каких условиях могут быть эффективными?

Ситуация для анализа по теме 6

Прочитайте кейс «Конфликт акционеров ТНК-ВР» и ответьте на вопросы:

1. Каковы предпосылки и причины формирования корпоративного конфликта?

2. Почему стороны не смогли достичь разрешения конфликта «мирным путем»?

3. Какие меры были приняты для урегулирования конфликта и какова их эффективность?

История конфликта

Компания ТНК-ВР была создана в сентябре 2003 г. путем объединения российских и украинских активов британского нефтяного гиганта ВР и российского консорциума ААР («Альфа» – Access Industries – «Ренова»). В число объединенных активов вошли контрольные пакеты «Тюменской нефтяной компании» (ТНК), «Сиданко», ОНАКО и украинского «Лисичанск-нефтепродукта», переданные ААР. Кроме того, к ТНК-ВР перешли 50 % акций «Славнефти». В качестве своего вклада ВР внес в новую компанию тридцатипроцентную долю в «Сиданко», тридцатичетырехпроцентную долю в «Русиа Петролеум» (обладавшей лицензией на разработку Ковыктинского газоконденсатного месторождения) и контрольный пакет в компании STBR, владеющей брендом ВР-Connect.

К обоим участникам проекта (ВР и ААР) перешли по 50 % акций головной компании «ТНК-ВР Лимитед» и, таким образом, с самого начала владение осуществлялось на паритетной основе.

Согласно провозглашенной стратегии ТНК-ВР, ее целью является «превращение в нефтегазовую компанию мирового уровня». Наиболее близкой подобная задача представляется российскому партнеру – консорциуму. Кроме того, ААР стремился в короткие сроки создать надежный и высоко прибыльный источник доходов из множества разнообразных активов 1990-х гг. Со своей стороны ВР была заинтересована в увеличении запасов нефти, в особенности в странах с тяжелыми условиями для ведения бизнеса иностранными нефтяными компаниями, что позволило бы ВР получить преимущества в конкурентной борьбе со своими основными противниками. Поэтому кооперация с российскими бизнесменами, способными наилучшим образом учитывать местную специфику ведения бизнеса, в полной мере отвечала интересам ВР.

Раскол среди акционеров компании впервые проявился при обсуждении ее инвестиционной политики: российская сторона выражала стремление развивать бизнес в Казахстане, в то время как ВР не желала создавать конкуренцию собственным интересам в этой стране.

Помимо стратегических разногласий в компании уже на ранней стадии проявились противоречия в корпоративной культуре между российской и британской сторонами. В июне 2004 г. газета «Ведомости» писала, что менее чем за год существования ТНК-ВР из 1 400 менеджеров уволились 300 человек. Согласно источникам внутри компании, способы принятия решений российскими управленцами и менеджерами ВР вызвали взаимное недоумение и неприятие.

Конфликт впервые стал публичным 26 мая 2008 г., когда генеральный директор компании Р. Дадли в интервью «Ведомостям» признал существование серьезных разногласий, мешающих операционной деятельности компании. По его словам, из-за неправильного оформления документов возникла угроза непродления рабочих виз у 150 иностранных сотрудников ТНК-ВР. Незадолго до этого малоизвестная компания ЗАО «Тетлис» подала иски в российские суды с требованием признать недействительным договор между ТНК-ВР и ВР, в соответствии с которым оплачивался труд прикомандированных сотрудников ВР. По мнению инициаторов иска, оплата была завышена и представляла собой, по сути дела, скрытые дивиденды, выплачиваемые британской компании. В качестве обеспечительной меры 147 прикомандированных сотрудников ВР не были допущены к работе.

22 мая 2008 г. член совета директоров «ТНК-ВР Холдинга» Питер Хеншо представил для переизбрания в совет список кандидатур на 9 мест, 5 из которых являлись представителями ВР. Российская сторона предложила дополнить список еще пятью кандидатурами. Однако, к ее большому неудовольствию, на заседании совета директоров был утвержден список, внесенный британской стороной. Параллельно генеральный директор Р. Дадли безуспешно настаивал на досрочном прекращении полномочий исполнительного вице-президента по правому обеспечению И. Майданника и исполнительного президента по

вопросам безопасности Б. Кондрашова, для чего требовал созвать внеочередное собрание акционеров «ТНК-ВР Менеджмент», обеспечивающего управление «ТНК-ВР Холдингом».

В начале июля 2008 г. российская сторона безуспешно пыталась сместить Р. Дадли с поста главы «ТНК-ВР Холдинга», созывая для этой цели совет директоров «ТНК-ВР Менеджмент», также состоялось заседание совета директоров головной компании – «ТНК-ВР Лимитед», на котором по инициативе представителей ВР было принято решение заблокировать выплату дивидендов. Кроме того, британская сторона выносила на голосование вопросы об отстранении И. Майданника и Б. Кондрашова, а также исполнительного директора Германа Хана, и сохранении в полном объеме полномочий генерального директора «ТНК-ВР Холдинга» Р. Дадли. В свою очередь, российские представители предлагали установить паритет в советах директоров дочерних компаний (где большинство мест было закреплено за ВР), восстановить доверенности ряду российских менеджеров, а также перевести большинство прикомандированных сотрудников ВР в штат ТНК-ВР.

В конце июля все прикомандированные менеджеры ВР были отозваны из России, что было вызвано трудностями с оформлением разрешений на работу и продолжавшимися судебными процессами. Кроме того, 24 июля Р. Дадли принял решение покинуть страну и осуществлять управление компанией из Лондона. В качестве причины руководство ВР указало на давление, оказываемое на него российской стороной.

14 августа Пресненский районный суд г. Москвы принял решение о дисквалификации Р. Дадли сроком на два года за нарушения трудового законодательства; это решение было опротестовано столичной прокуратурой из-за нарушения процессуальных норм права.

4 сентября 2008 г. ВР и ААР подписали меморандум, направленный на разрешение конфликтной ситуации. Стороны договорились об уходе Р. Дадли с поста генерального директора, введении трех независимых директоров в совет «ТНК-ВР Лимитед» (помимо четырех представителей с каждой стороны), о паритете в советах директоров ключевых дочерних компаний, а также о возможности проведения первичного размещения 20%-й доли одной из дочерних структур «ТНК-ВР Лимитед». Кроме того, по соглашению, новый генеральный директор холдинга получал полномочия формировать состав правления, в частности, он мог уволить представителей ААР Г. Хана и В. Вексельберга. В течение 4–5 месяцев ВР обязался представить кандидатуру нового генерального директора, обладающего большим опытом работы в нефтяной отрасли и хорошо знающего русский язык. Новый генеральный директор ТНК-ВР лишился возможности самостоятельно формировать советы директоров дочерних компаний и голосовать акциями подконтрольных компаний.

1 декабря 2008 г. Р. Дадли подал заявление об увольнении в соответствии с подписанным в сентябре меморандумом, с января 2009 г. были внесены изменения в прежнее соглашение акционеров, касающиеся составов советов директоров головной и дочерних компаний, а также процедуры урегулирования разногласий между сторонами. Иск компании «Тетлис» к ТНК-ВР был отозван.

Акционеры столкнулись со значительными трудностями при поиске нового генерального директора. Лишь в ноябре 2009 г. была наконец утверждена кандидатура Михаила Барского, бывшего управляющего директора West Siberian Resources.

В начале 2010 г. казалось, что урегулированный конфликт вступил в новую фазу, когда ВР объявила о достигнутом соглашении с государственной НК «Роснефть» об обмене акциями и совместном освоении российской части арктического шельфа. Консорциум ААР обвинил ВР в нарушении акционерного соглашения в рамках ТНК-ВР, по которому у партнеров было право первого отказа от участия в новых инвестиционных проектах друг друга в России. 24 марта Стокгольмский арбитражный суд поддержал российскую сторону в этом конфликте и заблокировал сделку ВР с «Роснефтью». Британская сторона сообщила, что она подчинится решению суда.

6 мая Стокгольмский арбитраж принял окончательное решение: в арктическом проекте ВР может участвовать только через ТНК-ВР, а предназначенные для обмена акции «Роснефти» и ВР должны быть переданы в специальный трастовый фонд и признаны исключительно инвестиционным вложением. Голосовать по этим акциям должен независимый трастовый управляющий. Кроме того, ВР и «Роснефть» не смогут избирать своих представителей в советы директоров друг друга.

Решения Стокгольмского суда наносят серьезный удар по планам ВР и «Роснефти». 17 мая истек срок закрытия сделки между ВР и «Роснефтью», о которой ранее договорились стороны. Сделка могла состояться, если бы ВР и «Роснефть» достигли согласия относительно выкупа доли ААР в ТНК-ВР, однако этого сделать не удалось.

Причины конфликта

Основополагающую причину разногласий акционеров ТНК-ВР следует искать в серьезном расхождении интересов британских и российских партнеров, связанных с созданным совместным предприятием. ВР в первую очередь стремилась расширить свои запасы за пределами традиционных для западных нефтяных компаний регионов. На сегодняшний момент труднодоступные районы содержат значительную долю мировых запасов нефти, и их освоение потенциально может дать значительное преимущество в жесткой конкурентной борьбе тем компаниям, которые смогут получить к ним доступ. Опираясь на свою уникальную техническую экспертизу по добыче «сложной» нефти, ВР стремится усилить собственное присутствие в этих регионах. С другой стороны, руководство компании осознает трудности и политические риски ведения бизнеса на подобных рынках и поэтому нацелено на сотрудничество с местными

игроками, обладающими соответствующим опытом. С этой точки зрения вновь созданная ТНК-ВР хорошо вписывалась в русло стратегии ВР.

В свою очередь, российский консорциум ААР был заинтересован в консолидации приобретенных нефтегазовых активов и организации их грамотного управления в кратчайшие сроки. Кроме того, особенностью приобретенных активов была сложность их освоения, что можно было эффективно обеспечить только при помощи современных западных технологий. Таким образом, партнерство с ВР оказалось как нельзя кстати. Помимо приведения в порядок вновь приобретенных активов, российские партнеры, похоже, питали значительные амбиции, выразившиеся в желании создать из новой нефтяной компании игрока «мирового уровня». Кроме того, создание совместного предприятия с крупной западной нефтяной компанией обеспечивало дополнительные гарантии интересов владельцев ААР. Расчет строился на том, что российские власти вынуждены будут более осторожно подходить к пересмотру результатов приватизации тех активов, среди собственников которых значится ВР.

Косвенное свидетельство значительному расхождению интересов партнеров можно найти в настойчивых заявлениях Михаила Фридмана (главы «Альфа-Групп», одного из ключевых участников консорциума ААР) о действиях руководства ТНК-ВР во главе с Р. Дадли в интересах лишь одного акционера – ВР.

Необходимо отметить, что расхождения между целями участников конфликта приобрели большое значение в том числе из-за особенностей организации партнерства. ТНК-ВР было организовано как совместное предприятие, в котором оба акционера участвовали на паритетной основе. Академическая литература по корпоративному управлению отмечает трудности, связанные с созданием совместных предприятий на паритетной основе, и выделяет совпадение интересов партнеров как необходимое условие для стабильности партнерства. Организация партнерства ВР и ААР без четкого разграничения контроля имеет свое обоснование, известное в литературе. В подобного рода альянсах всегда возможен саботаж одной из сторон решений другой стороны (что, собственно, и подтверждает история конфликта), и формальное распределение контроля не разрешило бы эту трудность. Каждый из партнеров опирается на свои специфические активы – наличие передовых технологий у ВР и способность ААР ориентироваться в своеобразных российских условиях. В этой ситуации паритетное партнерство оставляет в руках каждой из сторон достаточно средств для предотвращения угрозы оппортунистического поведения противоположной стороны. Но подобная структура может считаться эффективной лишь в том случае, когда интересы партнеров в альянсе близки. А этого в случае ТНК-ВР не наблюдалось.

Непосредственными причинами конфликта, озвученными его участниками, выступили различия во взглядах на международную экспансию и противоречия в корпоративной культуре.

Исходя из целей, которые ставила перед собой британская сторона, международная экспансия ТНК-ВР не входила в число приоритетов ВР. Более того, возможные зарубежные приобретения совместного предприятия создавали потенциального конкурента для самой ВР в тех регионах, где она уже присутствовала. Согласно А. Березикову, бывшему вице-президенту «ТНК-ВР Холдинга», разногласия партнеров проявились при обсуждении возможной экспансии ТНК-ВР в Казахстане: против этого проекта возражала британская сторона из-за возможной конкуренции с существующими активами ВР в этой стране. По мнению М. Фридмана, заинтересованность ААР в осуществлении проектов в иракском Курдистане в свое время также натолкнулась на сопротивление ВР, не желавшей из-за этого портить отношения с властями США². Безусловно, подобная позиция британских директоров ТНК-ВР была продиктована лишь интересами ВР с ее серьезными позициями на рынках США. До ноября 2010 г. зарубежные проекты ТНК-ВР ограничивались первоначальными активами в Белоруссии и Украине, а также долями в совместной разработке двух нефтяных участков в Венесуэле. Российская сторона, напротив, была серьезно заинтересована в реализации международных проектов, что полностью отвечало ее желанию превратить ТНК-ВР в компанию мирового уровня.

Различия в корпоративной культуре выявились на ранней стадии и сыграли важную роль во внешних проявлениях конфликта. Еще в 2004 г. «Ведомости» отмечали трения между британскими и российскими оперативными менеджерами, выразившиеся во взаимном неприятии традиций партнеров в процессе принятия решений. Британцам был не по вкусу авральные методы работы российских управленцев, решающих проблемы быстро, но без должного планирования и учета возможных последствий. В то же время долгие обсуждения ситуации британскими партнерами казались малопродуктивными российской стороне. Многие из прежних российских менеджеров, привыкшие чуть ли не к предпринимательской свободе действий, в этот период покинули компанию.

Кроме того, в компании практиковалось привилегированное отношение к британским, в особенности прикомандированным, сотрудникам ВР. Помимо более высоких зарплат это заключалось еще и в компенсации аренды жилья, обучения детей, транспортных расходов и т.п. Подобный подход к вознаграждению персонала был вполне объясним желанием привлечь квалифицированных сотрудников ВР, привыкших к более высоким стандартам жизни. Тем не менее подобный подход вызывал открытое неприятие у российских сотрудников, чувствовавших себя обделенными.

Практически все внешние проявления конфликта были завязаны на вопросе особого отношения к британским сотрудникам: иски компании «Тетлис» о признании недействительными договоров, по которым работали британцы; иск 16 российских сотрудников ТНК-ВР к Р. Дадли по поводу нарушений трудового законодательства и дискриминации по национальному признаку; проверки и санкции со стороны Роструда;

недопущение британских сотрудников службой безопасности ТНК-ВР к работе; наконец многочисленные проблемы со своевременным и правильным оформлением виз и разрешений на работу иностранцев в ТНК-ВР. Причины конфликта акционеров ТНК-ВР далеко не ограничивались вопросами трудовой и кадровой политики компании, однако особое положение иностранцев в компании представлялось наиболее видимой и наиболее острой частью конфликта, что предопределило активную эксплуатацию этой темы российской стороной.

Методы сторон

В процессе конфликта стороны прибегали к разнообразным средствам оказания давления на противника. Можно назвать следующие применявшиеся методы в порядке убывания их фактической эффективности:

- использование судебных органов;
- привлечение административных ресурсов;
- принятие резолюций советом директоров;
- саботаж в операционном управлении;
- влияние на общественное мнение через СМИ.

Судебная система использовалась преимущественно российской стороной, что объясняется тем, что именно она специализировалась на юридической поддержке бизнеса внутри России. Участники консорциума ААР отрицали свою связь с исками ЗАО «Тетлис» по поводу вознаграждения прикомандированных сотрудников ВР. Тем не менее в случайность природы судебных разбирательств верится с трудом. В добавление к искам «Тетлис», 18 июля 2008 г. российские менеджеры ТНК-ВР подали в суд на гендиректора компании Р. Дадли, обвиняя его в дискриминации сотрудников по национальному признаку и нарушении трудового законодательства. Вскоре после вынужденного отъезда Р. Дадли из России, британские акционеры подали иск в Высокий суд Лондона, требуя взыскать с ААР компенсацию по налоговым выплатам ТНК-ВР на сумму около 8,5 млрд. руб. 18 июля Пресненский районный суд г. Москвы дисквалифицировал Р. Дадли с должности гендиректора, ссылаясь на нарушения им трудового законодательства. В свою очередь, британская сторона грозила инициировать иск в Стокгольмский арбитражный суд против ААР с требованием возместить потери ВР, возникшие из-за конфликта. Примечательно, что ни одно из судебных разбирательств, кроме административного дела о повторном нарушении трудового законодательства в Пресненском суде, не было завершено и не привело к каким-либо санкциям. Поэтому можно предположить, что они использовались, скорее, в качестве угроз потенциальных санкций и для оказания психологического давления и не имели своей целью наложение взысканий в результате справедливого разбирательства. Действенность этого инструмента давления может быть подтверждена высказываниями менеджеров компании, указывавших на необходимость сбора документов и организации защиты заинтересованных лиц, отвлекавших управленческий персонал от основной деятельности.

Наряду с использованием судебной системы активно привлекался административный ресурс. Здесь преимущество также было на стороне консорциума ААР с его прочными связями в различных властных структурах. Усилиями российских участников конфликта затягивалась выдача разрешений на работу иностранным специалистам. Предположительно ими же были организованы проверки со стороны Роструда, завершившиеся постановлением Пресненского суда.

Британская сторона подавала в разные инстанции апелляции на решение Пресненского суда, и Московская прокуратура опротестовала его на основании процессуальных нарушений. Помимо этого, британские бизнесмены пытались активно использовать свои связи на самом высоком уровне в правительствах двух стран. Если российские высокопоставленные должностные лица постарались дистанцироваться от конфликта, настаивая на своем невмешательстве, то британский премьер-министр Гордон Браун выразил намерение затронуть этот вопрос на встрече с российским президентом на саммите «Большой восьмерки».

В это же время председатель совета директоров ВР Питер Сазерленд открыто высказывался за то, чтобы российские власти вмешались в разгоревшийся конфликт, с тем чтобы «на деле реализовать свое представление о правовом государстве». В отличие от британских акционеров российские участники конфликта не выступали с публичными просьбами о вмешательстве российских должностных лиц. Впрочем, некоторые наблюдатели убеждены, что скрытые попытки российских акционеров привлечь к разрешению ситуации высшие эшелоны власти в России предпринимались до того момента, пока не было выявлено твердое намерение Кремля остаться в стороне от конфликта.

По утверждению представителей ТНК-ВР, на операционной деятельности компании конфликт никак не отразился. О фактической стороне дела трудно судить с уверенностью, поскольку невозможно отделить эффект конфликта от влияния мировой экономической рецессии и сравнительно низких цен на нефть, на фоне которых разворачивался конфликт. Однако можно предположить, что эффект на самом деле мог быть незначительным, так как ни одна из сторон не была заинтересована в ухудшении операционной деятельности компании. В то же время российские участники конфликта отвлекали от основного вида деятельности управленческие ресурсы, связанные с правовым обеспечением. Так, Р. Дадли указывал в своем интервью «Ведомостям», что аппарат ТНК-ВР намеренно саботировал своевременную и полную подачу документов на получение виз и разрешений на работу для иностранных сотрудников. Кроме того, после временного урегулирования визовых вопросов прикомандированные сотрудники ВР не смогли попасть на свои рабочие места из-за противодействия службы безопасности ТНК-ВР. В свете этого неудивительно, что британская

сторона добивалась увольнения исполнительного вице-президента по правому обеспечению ТНК-ВР И. Майданика и исполнительного президента компании по вопросам безопасности Б. Кондрашова.

Пожалуй, самым действенным оружием в арсенале ВР оказалась возможность блокировать, а иногда и определять решения советов директоров. В силу действовавшего акционерного соглашения обе стороны были в равных долях представлены в совете директоров головной компании «ТНК-ВР Лимитед». При этом британцы составляли большинство в советах директоров дочерних компаний. В результате никакие инициативы консорциума ААР не могли пройти на заседаниях советов без согласия ВР. В то же время теоретически некоторые из советов директоров могли принимать резолюции в интересах ВР, игнорируя позицию российской стороны. Так, требование гендиректора Р. Дадли об увольнении ряда сотрудников было бы возможно одобрить на заседании совета директоров «ТНК-ВР Менеджмент» (где три человека представляли ВР и два – ААР), если бы оно было своевременно создано председателем – В. Вексельбергом, владельцем «Реновы». Однако В. Вексельберг сумел предотвратить нежелательное для ААР развитие событий, используя неясности в юридическом определении полномочий различных органов при увольнении членов правления ТНК-ВР.

Помимо организационных изменений и пересмотра акционерного соглашения, предложенного российскими акционерами, конфликтующие стороны пытались избавиться от определенных ключевых фигур в противоположном лагере. Российский консорциум добивался отставки гендиректора Р. Дадли, мотивируя это тем, что тот систематически выступал на стороне одного из акционеров ВР вместо того, чтобы учитывать интересы всех акционеров компании. Британская сторона на разных этапах конфликта добивалась отставки И. Майданика, Б. Кондрашова, Г. Хана и В. Вексельберга. Следует признать, что в результате лишь российская сторона добилась своего – смещения Р. Дадли.

Блокирование решений совета директоров «ТНК-ВР Лимитед», доступное обеим сторонам в силу равного представительства, использовалось также для нейтрализации стратегических планов противника. Так, долгое время совет директоров не мог принять инвестиционный план компании на будущий год, что было особенно важно для британской стороны, заинтересованной в расширении добычи и разведки нефти в России. С другой стороны, в разгар конфликта и июля 2008 г., на заседании совета директоров «ТНК-ВР Лимитед» в кипрском Лимассоле, была заблокирована выплата дивидендов, которая всегда была приоритетом для российских акционеров, желавших видеть в ТНК-ВР стабильный источник дохода. Предположительно, подобные действия негативно отразились на интересах обеих конфликтующих сторон: российские акционеры были также заинтересованы в формировании инвестиционных планов компании, а ВР была не прочь получить дивиденды. Возможно, столь неблагоприятное развитие ситуации помогло приблизить момент урегулирования конфликта в 2008 г.

Последствия конфликта

Российские и британские акционеры ТНК-ВР оказались втянутыми в продолжительный конфликт в разгар экономического кризиса и, возможно, тем самым причинили ущерб собственным интересам и интересам нефтяного бизнеса. Какие уроки из этого могли бы извлечь стороны конфликта и бизнес-сообщество в целом?

Многие исследователи отмечают хрупкую природу корпоративной структуры, избранной для партнерства британской ВР и российского консорциума ААР. Совместное предприятие, управляемое на паритетной основе, подвержено затяжным конфликтам из-за формального отсутствия контролирующего партнера, способного диктовать условия и формулировать основные направления его деятельности. С другой стороны, природа альянсов, где у каждого акционера имеются специфические активы, без которых партнерство теряет смысл, такова, что даже наличие формального контролирующего собственника не позволит эффективно предотвратить развитие конфликтных ситуаций. Даже если бы ВР или ААР владели 51 % акций «ТНК-ВР Лимитед», противоборствующая сторона все равно обладала бы большими возможностями саботировать решения контролирующего акционера, чтобы можно было говорить об эффективности подобной структуры управления. Кардинальные различия в природе возможностей и технологий партнеров, способствовавшие в свое время объединению, значительно повышают их зависимость друг от друга в эффективном осуществлении операционной деятельности. В подобной ситуации формальная передача контроля в руки одного из акционеров вряд ли привела бы к фактическому повышению эффективности компании.

Хотя решение о создании ТНК-ВР в виде совместного предприятия на паритетной основе, возможно, было обоснованным, ход конфликта в 2008 г. выявил упущенные возможности при разработке изначального акционерного соглашения, которые могли бы в дальнейшем способствовать преодолению проблемы корпоративного управления, присущие совместным предприятиям. Теоретическая литература по этому вопросу прежде всего выделяет контрактные механизмы, предотвращающие возможности оппортунистического поведения одного из партнеров. Прежде всего необходимо было заранее обеспечить четкие процедуры разрешения конфликтов между партнерами, включающие обращение в независимые арбитражные структуры. Кроме того, сторонам следовало полнее и подробнее прописать распределение контроля и полномочий в создаваемом СП. Согласно акционерному соглашению, высший менеджмент компании должен был назначаться и смещаться лишь с согласия акционеров (формально для принятия таких решений достаточно было 75 % голосов в совете директоров «ТНК-ВР Лимитед»). В то же время в уставе «ТНК-ВР Менеджмент», созданного в процессе реорганизации корпоративной структуры в 2004 г., было прописано, что членов его правления может назначать совет директоров «ТНК-ВР Менеджмент», в котором большинство мест было у представителей ВР и который формировался генеральным директором ТНК-ВР (в тот момент Р. Дадли).

Положительной стороной при урегулировании конфликта в ТНК-ВР осенью 2008 г. стало принятие ряда мер, направленных на исправление перечисленных недостатков. Во-первых, согласно сообщениям сторон, в модифицированном акционерном соглашении была прописана процедура разрешения конфликтов между акционерами, предполагающая обращение в арбитраж. Во-вторых, изменения в структуре совета директоров «ТНК-ВР Лимитед» также объективно способствуют быстрому и полному разрешению возникающих конфликтов. В отличие от прежней схемы с пятью директорами с каждой стороны, в новом составе совета предусмотрено три независимых директора в дополнение к четырем директорам от ВР и четырем – от консорциума ААР. Независимые директора должны обеспечивать более объективный подход к разрешению спорных моментов еще до стадии обращения к арбитражу. В-третьих, была внесена ясность в систему назначения членов советов директоров ключевых дочерних компаний (с согласия акционеров, в равном представительстве и в отдельных случаях с независимыми директорами). Более четко были определены полномочия генерального директора. К сожалению, со времени урегулирования конфликта некоторые рациональные моменты в достигнутом соглашении сторон, похоже, подверглись неблагоприятным изменениям. По некоторым признакам, предполагаемый контроль генерального директора над членами правления компании будет ограничен, а именно в вопросах, касающихся назначения и увольнения исполнительных директоров, одновременно являющихся акционерами компании с российской стороны (Г. Хан и В. Вексельберг). Можно усомниться в эффективности управления компанией, гендиректор которой вынужден мириться с присутствием в оперативном управлении людей, фактически обладающих большей властью, чем он сам.

Еще одним важным моментом, упоминаемым в литературе по стабильности совместных предприятий, является совпадение стратегических интересов партнеров. В частности, дополнительную значимость приобретает поиск подходящих партнеров. К сожалению, в этом плане акционеры ТНК-ВР не обладают оптимальной совместимостью. Выбор партнеров в свое время, похоже, диктовался удобством слияния нефтяных активов (ВР оказался миноритарием в некоторых из приобретений консорциума ААР), а также совпадением краткосрочных интересов (обладание ВР современными технологиями для добычи «трудной» нефти и умение российских акционеров вести бизнес в специфических российских условиях). С точки зрения долговременных целей, а также уже наработанного опыта совместной работы лучшим партнером для ВР представлялась государственная НК «Роснефть». Развитие ситуации вокруг ТНК-ВР лишь подтверждает подобное предположение. Вполне возможно, что корпоративные культуры «Роснефти» и ВР также ближе друг к другу, если принять во внимание историческую роль британского государства в развитии ВР.

Сохраняющиеся разногласия в стратегии управления предприятием и несоответствия в корпоративной культуре партнеров ТНК-ВР, скорее всего, будут и дальше способствовать неустойчивости альянса. В начале 2011 г. ВР и «Роснефть» достигли соглашения о совместном освоении российского арктического шельфа, что было подкреплено обменом долей в акционерном капитале друг друга. Российские акционеры ТНК-ВР заблокировали намечающийся альянс нефтяных компаний, добившись заключений Стокгольмского арбитражного суда о его противоречии соглашению между ВР и ААР. Хотя британская компания согласилась с определениями суда и намерена их выполнять, текущее развитие событий свидетельствует о продолжающемся конфликте между акционерами ТНК-ВР и о намерении ВР выйти из совместного предприятия ради возможности реализации альянса с «Роснефтью».

Вопросы для самоконтроля

1. Слияния и поглощения как внешние инвестиционные возможности корпорации. Преимущества и недостатки слияний и поглощений.
2. Выбор направления внешнего роста: поглощения или стратегические альянсы?
3. Понятие и сущность сделки на рынке корпоративного контроля.
4. Формы корпоративных интеграций.
5. Классификация сделок на рынке корпоративного контроля.
6. Мотивы проведения сделок на рынке корпоративного контроля.
7. Природа рынка корпоративного контроля.
8. Шесть волн слияний и поглощений в мировой экономической истории: характеристика.
9. Причины волнообразного характера развития рынка корпоративного контроля.
10. Особенности становления рынка корпоративного контроля в России.
11. Современное состояние рынка корпоративного контроля в России и перспективы его развития.
12. Процесс подготовки и реализации сделок на рынке корпоративного контроля. Характеристика этапов
13. Особенности и состав процедуры due diligence.
14. Основные причины неудач в сделках на рынке корпоративного контроля. Методы преодоления данных проблем.
15. Особенности структурирования сделки слияния и поглощения.
16. Способы осуществления сделок слияния и поглощения.
17. Финансирование сделок слиянию и поглощению компаний.
18. Способы оплаты сделок на рынке корпоративного контроля.
19. Основные механизмы реализации сделок на рынке корпоративного контроля.
20. Проблемы оценки эффективности поглощения компаний.
21. Причины экспансии российских компаний на мировом рынке.
22. Оценка успешности международных поглощений с участием отечественных корпораций.
23. Корпоративная культура и ее влияние на деятельность корпорации.
24. Слияния и поглощения как инструмент передела собственности. Источники информации для анализа процессов слияний и поглощений.
25. Интеграционные процессы в российской экономике. Влияние корпоративной интеграции на корпоративное управление в компаниях.

26. Оценка влияния интегрированных бизнес-структур на состояние и развитие национальной экономической системы.
27. Способы формирования и тенденции развития корпоративных групп.
28. Ассоциированные и корпоративные объединения: цель и принципы функционирования.
29. Ключевые аспекты нормативно-правового регулирования рынка корпоративного контроля: зарубежный опыт.
30. Нормативно-правовое регулирование рынка корпоративного контроля в России.
31. Предпосылки формирования и развития корпоративных конфликтов.
32. «Недружественные» поглощения: понятие и виды.
33. Основные тактики корпоративного захвата.
34. Методы защиты от «жестких» поглощений.
35. Особенности корпоративных конфликтов в России.

Библиографический список

1. Алимов М. Теория и практика нечестного бизнеса. Рейдерство как острейшая социально-экономическая проблема современности / М. Алимов // Российская газета. – 2008. – № 4669 (0).
2. Брагин Д.В. Организационно-экономические механизмы слияния и поглощения предприятий корпоративного типа в Российской Федерации [электронный ресурс] / Д.В. Брагин. – Режим доступа: <https://www.dissercat.com/content/organizatsionno-ekonomicheskie-mekhanizmu-sliyaniya-i-pogloshcheniya-predpriyatii-korporativ> (дата обращения: 15.01.2019).
3. Брегвадзе Д.Т., Соколянский В.В., Князева Е.В. Коэффициент Тобина как показатель инвестиционной привлекательности предприятий космической отрасли / Д.Т. Брегвадзе, В.В. Соколянский, Е.В. Князева // Креативная экономика. – 2016. – Т. 10. – № 6. – С. 543–552. – doi: 10.18334/ce.10.6.35334.
4. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 1008 с: ил. ISBN 978-5-9693-0089-7 (рус.)
5. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны / И.Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. – № 1. – С. 23–25.
6. Гальпин Тимоти Дж., Хэндон Марк Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний / Гальпин Тимоти Дж., Хэндон Марк. – М., 2005. – 240 с.
7. Гвардин С. Финансирование сделок слияния и поглощения / С. Гвардин // Проблемы теории и практики управления. – 2006. – № 8. – С. 39.
8. Гвардин С.В., Чекун В.И. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / С.В. Гвардин, В.И. Чекун. – СПб.: Питер, 2007. – 192 с.
9. Генске М. Механизмы финансирования слияний и поглощений: международный опыт / М. Генске // Слияния и поглощения. – 2003. – № 9.
10. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Гохан Патрик А. – М.: Альпина Паблишер, 2019. – 744 с.
11. Игнатишин Ю. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы / Ю. Игнатишин. – СПб.: Питер, 2005 – 208 с.
12. Ионцев Н.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл / Н.Г. Ионцев. – М.: Ось-89, 2003. – С. 7.
13. Кожевников О.В., Евтюхов С.А. Роль процессов слияния и поглощения в глобализации мировой экономики. // Философия экономики и экономическая наука Том 7, № 3 (2012): Известия Уральского федерального университета. Серия 3. Общественные науки – Философия экономики и экономическая наука.
14. Комаровская Н.В. Эволюция “homo economicus” / Н.В. Комаровская // Мировая экономика. – 2016. – № 1 (46). – С. 129–142.

15. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М., 2005. – С. 139–146.
16. Криничанский К.В. Рынок слияний и поглощений как среда реализации функции стимулирования предпринимателей и менеджеров / К.В. Криничанский // Менеджмент в России и за рубежом. – 2007. – № 3 – С. 43–56.
17. Ли Ч., Финнерти Дж. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Ч. Ли, Дж. Финнерти. – М.: ИНФРА-М, 2008. – 686 с.
18. Портер М. Международная конкуренция / М. Портер. – М.: МЭО, 1993. – С. 81–84.
19. Российский обзор экономических преступлений за 2018 год [электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.pwc.ru/ru/forensic-services/assets/PwC-recs-2018-rus.pdf> (дата обращения: 15.01.2019).
20. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения, выкупы долговым финансированием / Н.Б. Рудык, Е.В. Семенкова. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 364 с.
21. Рудык Н.Б. «Эффект проклятия» победителя и его финансовые приложения / Н.Б. Рудык. – Финансовый менеджмент. – 2007. – № 2. – С. 7-14
22. Рукавишников Д.С. Перспективы российского рынка слияний и поглощений в условиях экономической неопределенности // Управленческое консультирование. – 2018. – №6. – DOI 10.22394/1726-1139-2018-6-149-154.
23. Рынок слияний и поглощений в России в 2018 г. [Электронный ресурс]: Ежегодный обзор KPMG – Режим доступа: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2019/02/ru-ru-ma-survey-feb-2018.pdf> (дата обращения 15.03.2019).
24. Тютюк О.В. Корпоративный менеджмент [Электронный ресурс]: учеб. пособие / О.В. Тютюк; Перм. гос. нац. исслед. ун-т. – Электрон.дан. – Пермь, 2018. – 1 Мб; 136 с. Режим доступа: <https://elis.psu.ru/ident/978-5-7944-3175-9>. – Загл. с экрана (дата обращения: 15.01.2019).
25. Об акционерных обществах: федеральный закон Рос. Федерации от 26 янв. 1995 г. № 208-ФЗ [электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения: 15.01.2019).
26. Гражданский кодекс Российской Федерации: федеральный закон Рос. Федерации от 30 нояб. 1994 г. № 51-ФЗ [электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/ (дата обращения: 15.01.2019)
27. О защите конкуренции: федеральный закон Рос. Федерации от 26 июля 2006 г. № 135-ФЗ: ред. от 27 янв. 2018 [электронный ресурс] // Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_61763/ (дата обращения: 15.04.2019)

28. Depamphilis, Donald M. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: an integrated approach to process, tools, cases and solutions / Depamphilis, M. Donald. – 2012. – 770 p.
29. Czerwonka L. Exchange ratio determination and shareholders' wealth for mergers of companies at Warsaw stock exchange / L. Czerwonka // Actual Problems of Economics. – 2013. № 8 (146). – P. 497-506.
30. Roll R. Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers / R. Roll // Journal of Business. – 1986. – Vol. 59. – P. 197–216.

Учебное издание

Тютык Ольга Владимировна

**КОРПОРАТИВНЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ.
РЫНОК КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ:
СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ КОМПАНИЙ**

Учебное пособие

Редактор *М. А. Гранова*
Корректор *А. В. Цветкова*
Компьютерная верстка: *О. В. Тютык*

Объем данных 2,91 Мб
Подписано к использованию 23.05.2019

Размещено в открытом доступе
на сайте www.psu.ru
в разделе НАУКА / Электронные публикации
и в электронной мультимедийной библиотеке ELiS

Издательский центр
Пермского государственного
национального исследовательского университета
614990, г. Пермь, ул. Букирева, 15