

Э. М. КАНЦЕРОВА

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Сегодня обострение конкуренции наблюдается в самых разных секторах экономики и на разных уровнях: на мировых рынках, на рынках отдельных стран и на региональных рынках. Ужесточение конкуренции подталкивает компании к укрупнению. Одни выбирают ускоренный рост за счет заимствований или привлечения инвесторов, другие выбирают путь слияний и поглощений.

Но какие бы ни существовали мнения по этому вопросу, слияния и поглощения компаний – это объективная реальность, которую необходимо исследовать, анализировать и делать соответствующие выводы, позволяющие не повторять ошибки, уже пройденные неоднократно другими.

Для того чтобы слияние или поглощение прошло успешно, необходимо:

- правильно выбрать организационную форму сделки;
- обеспечить четкое соответствие сделки антимонопольному законодательству;
- иметь достаточно финансовых ресурсов для объединения;
- в случае слияния быстро и мирно решить вопрос «кто главный»;
- максимально быстро включить в процесс слияния не только высший, но и средний управленческий персонал.

Сделки по слиянию и поглощению компаний могут быть осуществлены следующим образом:

- компания X покупает активы компании У с оплатой в денежной форме;
- компания X покупает активы компании У с оплатой ценными бумагами, выпущенными компанией-покупателем;
- компания X может купить контрольный пакет акций компании У, став при этом холдингом для компании У, которая продолжает функционировать как самостоятельная единица;
- проведение слияния компании X и компании У на основе обмена акциями между ними;
- компания X сливается с компанией У и в результате образуется новая компания Z. Акционеры компаний X и У в определенной пропорции обменивают свои акции на акции компании Z.

При покупке компании происходит инвестирование средств. Следовательно, можно применить основные принципы принятия решений о долгосрочных вложениях. Однако, оценка эффективности слияния или поглощения зачастую очень сложна, что связано со следующими моментами:

- необходимостью определения экономических выгод и издержек, расчета синергетического эффекта от слияния и поглощения компаний;
- необходимостью выявления как мотивов слияния, так и того, кто из участников вероятнее всего извлечет из него прибыли, а кто понесет убытки;
- возникновением при слияниях и поглощениях особых налоговых, правовых, кадровых и бухгалтерских проблем;
- необходимостью учитывать, что не все слияния и поглощения осуществляются на добровольных началах. В случае враждебных поглощений издержки на реализацию этой сделки могут существенно превысить прогнозируемые.

Если приведенная стоимость ожидаемого от слияния приростного денежного потока превышает цену, которую следует заплатить за приобретаемую фирму, то приобретающей фирме можно совершать покупку.

В этом случае анализ эффективности слияния или поглощения компаний предусматривает:

- прогнозирование денежного потока;
- определение уровня дисконтной ставки или цены капитала для оценки прогнозируемого денежного потока;
- оценку реальной стоимости приобретаемой фирмы;
- сравнительный анализ полученных данных.

В ходе анализа эффективности слияний и поглощений компаний необходимо иметь в виду, что в процессе покупки компании часто возникает ситуация, похожая на аукцион, т.е. фирмы-покупатели конкурируют друг с другом. Необходимо быть очень осмотрительными, принимая решение об участии в таком «аукционе». Победа в нем может обойтись дороже, чем поражение. В случае проигрыша может быть потеряно только время, а в случае победы за купленную компанию может быть заплачено слишком дорого.

Кроме того, слияния могут повысить эффективность объединившихся компаний, но они же могут и ухудшить результаты текущей производственной деятельности, усилить бремя бюрократии. Чаще всего очень сложно заранее оценить, насколько велики могут быть изменения, вызванные слиянием или поглощением. Но и результаты множества исследований по измерению чистого эффекта уже произведенных слияний и поглощений дают очень противоречивые, зачастую абсолютно противоположные, выводы.

По данным *Mergers & Acquisitions Journal*, 61% всех слияний и поглощений компаний не окупает вложенных в них средств. А исследование 300 слияний, происшедших за последние 10 лет, проведенное *PriceWaterhouseCoopers*, показало, что 57% компаний, образовавшихся в результате слияния или поглощения, отстают по показателям своего развития от других аналогичных представителей данного рынка и вынуждены вновь разделяться на самостоятельные корпоративные единицы.

Экспертами обычно указываются три причины неудач слияний и поглощений:

- неверная оценка поглощающей компанией привлекательности рынка или конкурентной позиции поглощаемой (целевой) компании;
- недооценка размера инвестиций, необходимых для осуществления сделки по слиянию или поглощению компании;
- ошибки, допущенные в процессе реализации сделки по слиянию.

Поглощающие компании порой неверно оценивают активы интересующих их компаний или их обязательства. Например, можно недооценить издержки, сопряженные с модернизацией оборудования в этой компании, или ее обязательства по гарантийному обслуживанию бракованной продукции. Существенно могут повлиять на эффективность слияния обязательства поглощаемой компании по охране окружающей среды. Если операции этой компании приводят к загрязнению среды, все затраты в этом случае, скорее всего, будут возложены на плечи поглощающей компании.

Очень часто недооцениваются необходимые инвестиции для осуществления сделки по слиянию или поглощению. Ошибки в оценке стоимости будущей сделки могут быть очень внушительными. Например, при поглощении BMW компании Rover приблизительная стоимость последней

составляла 800 млн. фунтов, а необходимые в последующие пять лет после слияния инвестиции – 3,5 млрд.

Аналитические исследования имевших место слияний показывают интересные результаты: оказывается, выгоднее продавать компанию, чем приобретать чужую. В большинстве случаев акционеры компаний, которые выступали продавцами в сделках по слиянию или поглощению, получили весьма существенные выгоды, а акционеры поглощающей компании выигрывали гораздо меньше. Это можно объяснить двумя причинами:

1) во-первых, поглощающие компании, как правило, всегда крупнее, чем поглощаемые. В этом случае при равномерном распределении чистых выгод от слияния или поглощения между двумя компаниями акционеры каждой компании получают одинаковые прибыли в абсолютном исчислении, но в относительном, или процентном, выражении прибыли акционеров поглощаемой компании окажутся гораздо выше.

2) во-вторых, существенно содействует этому процессу конкуренция между покупателями. Каждый следующий претендент на покупку компании стремится превзойти условия, выдвинутые предыдущим. При этом все большая часть выигрыша от предстоящей сделки слияния переходит к акционерам поглощаемой компании. В то же время менеджеры компании, которую собираются поглотить, могут предпринять ряд мер противозахватного характера, добиваясь, чтобы продажа их компании, если она и наступит, произошла по самой высокой из возможных в данных условиях цене.

Во многих случаях слияния и поглощения проводятся по взаимному согласию между высшим управленческим персоналом обеих компаний. Однако нередка и практика враждебных слияний. Как мы уже отмечали, враждебные слияния и поглощения – это слияния, при которых руководящий состав целевой компании (компания-мишени) не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мер. В этом случае компания, которая хотела бы приобрести заинтересовавшую ее фирму, в обход менеджеров обращается непосредственно к акционерам целевой фирмы.

Вопросы разрешения конфликтов между акционерами приобретают особую актуальность в контексте их негативного влияния на состояние

экономики. Более того, корпоративные споры, заканчивающиеся в итоге недружественными поглощениями, являются одной из составляющих рейдерства, причем только одной из многих составляющих. Рейдерство – это цепочка операций в целях получения доступа к управлению или распоряжению собственностью предприятия путем инициирования бизнес-конфликта либо другими путями, в том числе силовыми, позволяющими вывести активы из владения законных собственников [1].

Существует два возможных способа враждебного поглощения компании с привлечением ее акционеров.

Наиболее распространенным из них является прямое предложение о покупке контрольного пакета или иначе тендерное предложение акционерам компании-мишени.

Другой способ называют борьбой за доверенности, поскольку он предполагает получение права голосования чужими акциями, т.е. голосование по доверенности. В этом случае пытаются найти поддержку среди определенной части акционеров целевой компании на очередном ежегодном акционерном собрании. Стремление получить доверенности на голосование обходится дорого, и из этой борьбы трудно выйти победителем.

Менеджеры компаний, сопротивляясь предполагаемому поглощению, могут преследовать две цели:

- предотвратить поглощение в принципе. Это происходит, когда менеджеры боятся, что в новой компании им не удастся сохранить свое должностное положение или даже работу;

- заставить покупателя заплатить высокую цену за поглощение компании.

При захвате более или менее успешной компании, особенно при сопротивлении менеджеров, значительную долю средств приходится выплачивать в качестве премии акционерам за утрату контроля. В большинстве случаев размер премии колеблется от 20 до 40% «справедливой» рыночной цены компании.

В некоторых случаях для смягчения противоречий между компаниями менеджерам поглощаемых компаний предоставляют так называемые «золотые парашюты», т.е. изрядные выходные пособия на случай потери ими работы в результате поглощения. Чаще всего эти пособия выплачиваются поглощающей компанией, но иногда и акционерами целевой фирмы, чтобы менеджеры не мешали сделке ее поглощения. Порой такие пособия могут достигать крупных размеров: например, акционеры фирмы Revlon предложили президенту компании 35 млн. долларов.

В результате, учитывая премии акционерам и суммы, затрачиваемые на наделение управленческой команды «золотыми парашютами», затраты на захват компании могут быть чрезмерными. Колоссальные средства, вкладываемые в проекты поглощений, зачастую приводят лишь к уничтожению собственности акционеров поглощающей компании.

Тем не менее, число недружественных поглощений в мире быстро растет. По данным британской исследовательской группы Dealogic, с начала этого года 19% сделок на рынке M&A были инициированы без первоначального согла-

Основные приемы защиты компании от поглощения до публичного объявления об этой сделке

Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Внесение изменений в устав корпорации («противоакульи» поправки к уставу)	Ротация совета директоров: совет делится на несколько частей. Каждый год избирается только одна часть совета. Требуется большее количество голосов для избрания того или иного директора. Сверхбольшинство: утверждение сделки слияния сверхбольшинством акционеров. Вместо обычного большинства требуется более высокая доля голосов, не менее 2/3, а обычно 80%. Справедливая цена: ограничивает слияния акционерами, владеющими более чем определенной долей акций в обращении, если не платится справедливая цена (определяемая формулой или соответствующей процедурой оценки).
Изменение места регистрации корпорации	Учитывая разницу в законодательстве отдельных регионов, выбирается то место для регистрации, в котором можно проще провести противозахватные поправки в устав и облегчить себе судебную защиту.
«Ядовитая пилюля»	Эти меры применяются компанией для уменьшения своей привлекательности для потенциального «захватчика».

сования и одобрения советом директоров поглощаемых компаний. Это самый высокий показатель с 1999 года. По мнению экспертов, причины происходящего кроются в глобальном кредитном кризисе и общем экономическом спаде [2].

В мировой практике известна целая система противозахватных мер, которые применяют менеджеры, чтобы противостоять нежелательным сделкам. В таблице мы попытались обобщить наиболее интересные из них и наиболее применимые на практике.

ЛИТЕРАТУРА

1. Отнюдь не дружественное поглощение // Казахстанская правда. 12 июля 2008 г.
2. Агрессивная среда В. Павлов [РБК daily](#).

Резюме

Қосылу мен жұтылудың тұжырымдамалық негіздері зерттелген. Атап айтқанда, мәміле жасау тәсілдері, қосылу мен жұтылудың қағидалары қарастырылған, сонымен бірге компаниялардың қосылу мен жұтылуының тиімділігі талданып, зерттелген. Рейдерлікке немесе қастық пиғылмен жұтуға, сондай-ақ басып алуға қарсы шараларға ерекше назар аударылған.

Summary

In this article author considered the conceptual basis of M&A market, particularly the methods of conducting the deals and principles of Merger and Acquisitions, analysis of effectiveness of M&A companies, and the mechanism of deals. Moreover, this article opens the clear view on the raidery or so-called unfriendly acquisitions and gives clear explanation of defensive measures.