

А.Е. Скотников, Н.С. Рычихина

# Трансграничные слияния и поглощения

Учебное пособие

Иваново

2018

Министерство образования и науки Российской Федерации  
Ивановский государственный химико-технологический университет

А.Е. Скотников, Н.С. Рычихина

Трансграничные слияния и поглощения

Учебное пособие

Иваново 2018

УДК 334.7

**Скотников, А.Е.** Трансграничные слияния и поглощения: учебное пособие / А.Е. Скотников, Н.С. Рычихина; Иван. гос. хим.- технол. ун-т. – Иваново, 2018. – 101 с.

Издание включает теоретический материал, практические задания, задачи, контрольные вопросы, а также вопросы для обсуждения на семинарских занятиях, которые необходимы преподавателю для проведения лекций, практических занятий и для осуществления текущего контроля знаний студентов.

Предназначено для проведения практических занятий с бакалаврами направления «Менеджмент» профиля «Международный менеджмент» по очной, очно-заочной и заочной формам обучения.

Печатается по решению редакционно-издательского совета ФГБОУ ВО «Ивановского государственного химико-технологического университета».

Рецензенты:

кафедра экономики и менеджмента ФГБОУ ВО «Ивановской государственной сельскохозяйственной академии имени Д.К. Беляева»;  
кандидат экономических наук, доцент В.В. Сильченко (Ивановский политехнический университет)

© Скотников А.Е., Рычихина Н.С., 2018

© ФГБОУ ВО «Ивановский государственный химико-технологический университет», 2018

## Оглавление

Введение.....	6
Глава 1. Содержание основных понятий трансграничных слияний и поглощений .....	7
1.1 Классификация мотивов трансграничных слияний и поглощений предприятий.....	7
1.2 Корпоративные цели трансграничного слияния.....	11
1.3 Функциональные цели при слияниях.....	14
1.4 Классификация трансграничных слияний и поглощений.....	20
Вопросы для обсуждения .....	21
Практические задания .....	21
Контрольные вопросы .....	24
Задания для самостоятельной работы .....	24
Глава 2. Методы объединения при трансграничных слияниях и поглощениях.....	25
2.1 Содержание основных понятий трансграничных слияний и поглощений.....	25
2.2 Методы объединения при трансграничных слияниях и поглощениях.....	33
Вопросы для изучения .....	40
Контрольные вопросы .....	40
Задания для самостоятельной работы .....	40
Глава 3. Этапы трансграничного слияния и методы защиты от поглощений.....	41
3.1 Общие характерные черты объединения зарубежных предприятий	41
3.2 Методика принятия решения для международной горизонтальной интеграции – метод «дерево целей» обоснования выбора стратегии	45
3.3 Мировой опыт защиты от враждебных поглощений.....	57
Вопросы для обсуждения .....	60

Контрольные вопросы .....	61
Задания для самостоятельной работы .....	61
Глава 4. Оценка акций при трансграничных слияниях и поглощениях	62
4.1 Цели и задачи оценки стоимости акций компаний .....	62
4.2. Определение максимально допустимой цены поглощаемой компании и реальной цены сделки.....	64
4.3. Расчет дополнительного выпуска акций при сделке международного поглощения.....	66
4.4. Обоснование коэффициента конвертации акций при трансграничном слиянии и присоединении.....	68
Контрольные вопросы и задачи.....	74
Глава 5. Эффективность трансграничных слияний и поглощений .....	77
5.1. Подходы к оценке эффективности реструктуризации .....	77
5.2. Оценка сделок слияния и поглощения компаний.....	85
5.3. Расчет эффекта синергии.....	89
Контрольные вопросы и задачи.....	93
Индивидуальная работа по теме: «Методы защиты от поглощений»	94
Задания для семинарских и практических занятий.....	97
Литература.....	99

## ВВЕДЕНИЕ

Развитый рынок характеризуется интенсивными процессами поглощения или слияния компаний. Свободное передвижение капитала между странами предполагает наличие этого процесса, результатом которого является рост эффективности капитала. Все сделки по трансграничному слиянию и поглощению проводятся только тогда, когда заинтересованные стороны видят для себя выгоду.

С точки зрения владельцев бизнеса (акционеров) выгода заключается в приросте капитализации вновь создаваемой компании по сравнению с капитализацией ее составляющих, такой прирост часто называют эффектом синергии. В науке под ним понимают согласованное, взаимно усиливающее действие двух или нескольких подсистем, увеличивающее упорядоченность (уменьшающее энтропию) системы в целом, в результате чего единая система производит больший эффект, нежели ее подсистемы в отдельности. Как правило, получая выигрыш в стоимости компании, обе стороны международной сделки заинтересованы в успешности слияния.

В современной рыночной экономике неоднократно отмечались периоды высокой активности в сфере трансграничных слияний и поглощений (mergers and acquisitions — M&A). Несколько последовательных волн M&A сыграли значительную роль в процессах реконфигурации организационной структуры фирм и их ключевых компетенций. Они облегчили перегруппировку активов международных предприятий и, таким образом, повлияли на изменение облика отраслей и их общей результативности.

Представленное учебное пособие «Трансграничные слияния и поглощения» является необходимым при подготовке бакалавров направления 38.03.02 «Менеджмент» профиля «Международный менеджмент», а также может использоваться при подготовке магистров указанного профиля в качестве дополнительной литературы при изучении профильных дисциплин,

так как способствует формированию у студентов представлений об основах объединения компаний, методах и подходах оценки акций при трансграничных слияниях и поглощениях, анализа их эффективности, направлениях оптимизации сделок по трансграничным слияниям и поглощениям.

## **Глава 1. Содержание основных понятий трансграничных слияний и поглощений.**

### **1.1 Классификация мотивов трансграничных слияний и поглощений предприятий**

Совокупность мотивов объединения необходимо разделить на три большие группы.

1. Стратегические цели предприятий.
2. Корпоративные цели.
3. Цели на уровне функциональных областей предприятия.

Целесообразность такой классификации заключается в том, что в зависимости от целей, преследуемых предприятием, осуществляющим международную деятельность, различаются вид и методы интеграции. Если предприятие преследует стратегические цели, то, как правило, в зависимости от рода своей международной деятельности оно изберет горизонтальную, вертикальную или конгломеративную интеграцию. Если преследуются корпоративные цели, то способ интеграции может отойти на второй план и механизмы объединения избираются посредством компромисса между собственниками и менеджерами. Иногда такие объединения не имеют экономического обоснования, что приводит к стихийному характеру данного процесса. Цели функционального уровня отражают, как правило, необходимость объединения предприятий в жесткой конкурентной борьбе. Такие цели также не обосновывают стратегический характер развития

предприятия. Они могут иметь непостоянный характер, и используются для удовлетворения насущных потребностей предприятия.

Все эти мотивы относятся к стратегическим, поскольку преследуют цели укрепления позиций компании, устойчивого развития предприятия, осуществляющего международную деятельность, эффективного управления ресурсами.

Стратегические цели отражают более глобальные цели предприятия:

1. Защитные цели;
2. Инвестиционные цели;
3. Информационные цели;
4. Получение синергетических выгод;
5. Повышение качества управления;
6. Налоговые мотивы;
7. Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения.

**Защитные цели** компании выражаются в возможности ее роста за счет: приобретений в своем или другом секторе на международном рынке, приобретения дополняющих активов; усиления позиции на внешнем рынке через слияния; избавления от конкурентов - путем их покупки и захвата их доли международного рынка.

**Инвестиционные цели.** Компании, их менеджеры и инвесторы могут преследовать следующие цели: размещать свободные средства; участвовать в прибыльном бизнесе; скупать недооцененные активы; использовать управленческие навыки; инвестировать излишки наличности; приобрести антициклические или балансирующие активы для портфеля.

**Информационные цели.** Слияния и поглощения могут улучшить информированность компании: о технологиях и затратах поставщиков (пример: покупка IBM нескольких производителей микропроцессоров); о предпочтениях потребителей их продукции на внешних рынках. При этом не обязательно покупать поставщика или дилера, обеспечивающего 100% потребности в данных услугах для компании. Например, многие оптовые



компаний на фармацевтическом рынке имеют несколько аптек для изучения потребительского спроса и его динамики.

**Получение синергетического эффекта.** Основная причина реструктуризации компаний в виде слияний и поглощений кроется в стремлении получить и усилить синергетический эффект, т. е. взаимодополняющее действие активов двух или нескольких предприятий, совокупный результат, которого намного превышает сумму результатов отдельных действий этих компаний. Синергетический эффект в данном случае может возникнуть благодаря: экономии, обусловленной масштабами деятельности; комбинированию взаимодополняющих ресурсов; финансовой экономии за счет снижения транзакционных издержек; возросшей рыночной мощи из-за снижения конкуренции (мотив монополии); взаимодополняемости в области НИОКР.

**Повышение качества управления.** Слияния и поглощения компаний могут иметь целью достижение дифференцированной эффективности, означающей, что управление активами одной из фирм было неэффективным, а после слияния активы корпорации станут более эффективно управляемыми.

При желании всегда можно найти компании, в которых возможности снижения затрат и повышения объемов продаж и прибыли остаются не до конца использованными; компании, страдающие от недостатка таланта или мотивации руководителей, т. е. имеющие неэффективный аппарат управления. Такие компании становятся естественными кандидатами на поглощение со стороны фирм, имеющих более эффективные системы управления. В некоторых случаях «более эффективное управление» может означать просто необходимость болезненного сокращения персонала или реорганизации деятельности компании, осуществляющую международную деятельность.

**Налоговые мотивы.** Действующее налоговое законодательство в разных странах порой стимулирует трансграничные слияния и поглощения, результатами которых является снижение налогов или получение налоговых

льгот. Например, высокоприбыльная фирма, несущая высокую налоговую нагрузку, может приобрести компанию с большими налоговыми льготами, которые будут использованы для созданной корпорации в целом.

Компания может располагать потенциальной возможностью экономить на налоговых платежах в бюджет благодаря налоговым льготам, но уровень ее прибылей недостаточен, чтобы реально воспользоваться этим преимуществом.

Иногда после банкротства и соответствующей реорганизации компания может воспользоваться правом переноса понесенных ею убытков на облагаемую налогом прибыль будущих периодов. Правда, например, слияния, предпринятые исключительно ради этих целей, Налоговая служба США, расценивает как сомнительные, и применительно к ним принцип переноса убытков может быть отменен.

**Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения.**  
Зачастую проще купить действующее предприятие, на международном рынке, чем создать новое. Это целесообразно тогда, когда рыночная оценка имущественного комплекса целевой компании (компании-мишени) значительно меньше стоимости замены ее активов.

Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения возникает из-за несовпадения рыночной и балансовой стоимости приобретаемой фирмы. Рыночная стоимость фирмы базируется на ее способности приносить доходы, чем и определяется экономическая ценность ее активов. Если говорить о справедливой оценке, то именно рыночная, а не балансовая стоимость будет отражать экономическую ценность ее активов, а, как показывает практика, рыночная стоимость часто оказывается меньше балансовой (инфляция, моральный и физический износ и т.п.).

## 1.2 Корпоративные цели трансграничного слияния

Данные цели мы отнесли к корпоративным, так как интеграция обусловлена интересами акционеров и менеджеров. Цели укрепления и устойчивого развития могут не учитываться.

Корпоративные цели удовлетворяются посредством компромисса между собственниками и менеджерами:

1. Цели акционеров;
2. «Теория гордыни»;
3. Реструктуризация и перераспределение ресурсов;
4. Роль информации;
5. Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств;
6. Традиционные мотивы продавцов;
7. Разница между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью.

**Цели акционеров.** Отдельные акционеры могут иметь свои интересы и также использовать сделки трансграничного слияния и поглощения для: создания партнерства или привлечения стратегического инвестора в свою компанию; выделения части бизнеса в отдельную бизнес-единицу или компанию; продажи части акций.

**С конца 1980-х гг. широкую известность получила «теория гордыни»,** согласно которой недостаточная основательность инвестиционных проектов предписывается чрезмерной склонности к риску и большим амбициям («гордыне») менеджеров, выступающих в качестве руководителей международных корпорации. Суть проблемы состоит в том, что во многих случаях предприниматель просто обнаруживает «гордыню», полагая, что может оценить потенциальную стоимость фирмы лучше, чем рынок. Инициатор поглощения исходит из предположения, согласно которому новые владельцы смогут обеспечить более высокую рыночную стоимость фирмы.

## **Реструктуризация и перераспределение ресурсов.[9]**

Реструктуризация хозяйственных операций в результате перехвата корпоративного контроля может сопровождаться перераспределением ресурсов между основными участниками международных хозяйственных операций, осуществляемых корпорацией, - владельцами фирмы, менеджерами, кредиторами, рабочими и др. Обычно это связано с ликвидацией прямых последствий неэффективного управления и может сопровождаться отказом от невыгодных контрактов, обменом ранее выпущенных облигаций, требующих больших процентных выплат, на акции, увольнениями и привлечением новых наемных работников на более выгодных для фирмы условиях. Перераспределение средств в пользу акционеров будет означать, по крайней мере, некоторое ограничение монополистической практики на международных рынках факторов производства, но вместе с тем может характеризоваться и усилением монополистических тенденций на тех же рынках.

**Роль информации, сигнализирования и обеспечения ликвидности[9].** Предполагается, что цены акций не содержат исчерпывающей информации о компании-цели, и соответственно тендерное предложение может служить сигналом для повышения рыночной стоимости фирмы. Само предложение пробуждает интерес потенциальных международных инвесторов к фирме, кажущейся недооцененной. Владение акциями такой фирмы часто сравнивают с владением шахтой, содержащей золото. Сама структура финансирования инвестиций может интерпретироваться как сигнал на рынке капитала. Так, решение компании X прибегнуть к дополнительной эмиссии облигаций может быть истолковано как свидетельство высокой кредитоспособности фирмы, что, в свою очередь, может повысить ее привлекательность в качестве объекта поглощения.

Возрастающий интерес вызывает относительно новая теория трансграничных корпоративных слияний - **теория агентских издержек свободных потоков денежных средств**[11, С. 55]. Эта теория была

окончательно сформулирована в 1986 г. профессором Гарвардского университета Майклом Дженсенем. Используя свою (разработанную совместно с Меклингом) агентскую теорию, Дженсен предложил оригинальный, абсолютно отличный от уже существовавшего синергетического, подход к объяснению слияний. В рамках его теории корпоративные менеджеры - это агенты акционеров, а подобные агентские взаимоотношения, считает Дженсен, всегда чреваты конфликтом интересов. Источники конфликтных ситуаций - это выплаты денежных средств акционерам, одна из ключевых проблем, которая долгое время не привлекала внимания финансовых практиков и теоретиков. Подобные выплаты денежных средств акционерам в виде дивидендов, возврата капитала акционерам, направленных выкупов акций и т.п. уменьшают объем подконтрольной менеджменту ресурсной базы международной корпорации и, таким образом, снижают гибкость в управлении финансовыми ресурсами. Это создает определенные трудности и проблемы для менеджмента корпорации и возрастает вероятность того, что менеджменту придется проводить мониторинг рынка капитала с целью получения ресурсов для финансирования новых инвестиционных проектов. Использование же внутренних резервов, в частности, например, за счет снижения или прекращения дивидендных выплат, для финансирования проектов позволяет менеджменту корпорации избежать подобного мониторинга и снизить вероятность того, что необходимые финансовые ресурсы окажутся недоступными или что их привлечение будет связано со слишком большими издержками.

**Традиционные мотивы продавцов**[16, С. 31]: личное желание продать бизнес из-за возраста, слабого здоровья, семейных проблем или усталости; потребности владельцев, связанные с имущественным планированием; отсутствие преемника, в том числе конфликты среди членов семьи и владельцев, либо потеря ключевых персон; потребность в дополнительном капитале для финансирования роста; слабая либо

снижающаяся эффективность деятельности или растущие финансовые затруднения; наличие стратегических недостатков, которые не могут быть преодолены независимым бизнесом; рыночные или отраслевые условия, создающие высокую цену продажи.

**Разница между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью**[13, С. 26] (продажа «вразброс»). Иначе этот мотив можно сформулировать следующим образом: возможность «дешево купить и дорого продать». Нередко ликвидационная стоимость компании, осуществляющей международную деятельность, выше ее текущей рыночной стоимости. В этом случае фирма, даже при условии приобретения ее по цене несколько выше текущей рыночной стоимости, в дальнейшем может быть продана «вразброс», по частям, с получением продавцом значительного дохода (если активы фирмы могут быть использованы более эффективно при их продаже по частям другим компаниям, имеет место подобие синергии и синергетического эффекта). В целом если придерживаться точки зрения целесообразности, то ликвидация должна иметь место тогда, когда экономические приобретения перевешивают экономические потери.

### **1.3 Функциональные цели при слияниях**

Цели на уровне функциональных областей характеризуются потребностью предприятия в средствах на совершенствование деятельности в области производства, финансов, маркетинга, НИОКР, экономии издержек. Для данной группы целей уровень иерархии определен как низший, поскольку для удовлетворения этих целей, кроме механизма интеграции, можно использовать и другие инструменты, такие как кредиты и займы, рационализаторские предложения, креативное мышление и т.д.

Цели на уровне функциональных областей предполагают взаимодополнения ресурсов:

1. Возможности операционной синергии;

2. Цели материально-технического снабжения;
3. Цели в производственной сфере;
4. Цели в области финансирования;
5. Цели в области сбыта.

**Операционные синергии**[11, С. 98]: получение корпорацией-покупателем операционных синергий может быть результатом воздействия следующих факторов:

**Экономия операционных издержек** (эффект агломерации). В результате трансграничного слияния на свет появляется более крупная международная корпорация, которая может использовать определенные преимущества, возникшие в результате увеличения ее размеров. Одно из главных преимуществ при этом - экономия операционных издержек, обусловленная масштабами деятельности (как правило, именно эту цель преследуют корпорации в горизонтальных и вертикальных слияниях). Возникшая в результате слияния новая корпорация может добиться серьезного сокращения административных, маркетинговых и многих других операционных издержек.

Закон кривой опыта или кривой обучения гласит, что «издержки на единицу продукции при получении добавленной стоимости применительно к стандартному товару, измеренные в постоянных денежных единицах, уменьшаются на фиксированный процент при каждом удвоении объема продукции». Эмпирические данные показывают, что темп снижения издержек на единицу товара составляет для международных корпораций автомобильной промышленности 12%, сталелитейных и самолетостроительных корпораций - 20%, а для корпораций, специализирующихся на производстве полупроводников, - 40%.

Помимо значительного снижения операционных издержек, корпорация-покупатель может получить значительное повышение квалификации персонала компании, централизацию ее бухгалтерского учета,

финансового менеджмента и финансового контроля. Все это приведет к повышению общего уровня стратегического управления корпорацией.

**Экономия затрат на проведение научно-исследовательских работ**[11, С. 105]. Корпорация-покупатель может использовать научно-исследовательские центры приобретенной корпорации, а также ее работников для разработки и внедрения на внешний рынок новых продуктов, товаров или услуг. Естественно, в этом случае корпорация-покупатель существенно сокращает издержки, связанные с подобной деятельностью.

**Эффект комбинирования взаимодополняющих ресурсов**[11, С. 106]. Небольшие международные компании достаточно часто производят продукцию, в которой нуждаются более крупные корпорации или корпорации, которые хотели бы расширить свой производственный ассортимент за счет этой продукции, но создание аналогичных собственных производств было бы для подобных корпораций экономически невыгодным проектом. С другой стороны, небольшие корпорации часто сталкиваются с проблемой нехватки финансовых ресурсов для финансирования своих новых и уже существующих проектов. Таким образом, небольшие международные компании и их «старшие братья» обладают взаимодополняющими ресурсами. При трансграничном слиянии таких корпораций выигрывают все, так как небольшая корпорация получает доступ к финансовым ресурсам, а крупная - нужный ей продукт, причем по цене, намного более низкой, чем ей мог бы предложить рынок или чем затраты на создание собственного специального производства. Корпорация-покупатель, используя слияние, может также значительно расширить свой производственный цикл.

**Увеличение размеров рыночной ниши корпорации** (гипотеза увеличения монополистической мощи корпорации). Широко известно утверждение: что очень хорошо для одной корпорации - то плохо для рынка в целом. Естественно, захват большего «куска» рынка при помощи проведения горизонтального либо вертикального слияния, на котором работает корпорация-покупатель, повлечет за собой значительное



сокращение конкуренции на этом сегменте, и это сокращение будет выгодным только для нашей новой корпорации. Именно поэтому во многих странах мира в последние несколько десятилетий ведется борьба против трансграничных слияний, «ограничивающих конкуренцию».

**Цели материально-технического снабжения**[3, С. 97]. Объединения, инициатива создания которых исходит из сектора материально-технического снабжения, могут ставить своей целью добиться путем совместных закупок улучшения положения предприятий на международном рынке по отношению к сильным поставщикам, а, следовательно, и достижения более благоприятных условий (поставок, платежей, сроков). Также вследствие совместных закупок больших объемов товаров можно добиться благоприятных закупочных цен для объединенных предприятий (скидка с цены для крупного покупателя). Примером служит образование закупочных коопераций, объединений оптовых и розничных торговых предприятий, торгово-закупочных синдикатов и т.д.

Наряду с желанием достичь выгодных закупочных цен, мотивом для объединения промышленных предприятий с предприятиями добывающей промышленности может быть снижение риска посредством надежности снабжения сырьем в качественном и количественном отношении.

Это необходимо, прежде всего, в тех отраслях, которые находятся в зависимости от посторонних поставщиков. Типичный пример - автомобильная промышленность, в которой несвоевременная поставка комплектующих деталей может привести к значительным сбоям в производственном процессе и к несоблюдению сроков изготовления. Участие посредством капиталовложений в важнейших предприятиях-поставщиках или их полная интеграция могут значительно снизить этот риск.

В рамках объединенных предприятий, осуществляющих внешнеэкономическую деятельность облегчается и привлечение рабочей силы, например, через расширение внутрипроизводственного рынка труда

или через подготовку молодых кадров управления в производственном руководстве зависимых предприятий.

**Цели в производственной сфере**[3, С. 119]. В сфере производства объединение предприятий преследует целью улучшение производственных отношений (создание предприятий оптимальной величины, использование снижения себестоимости единицы продукции при увеличении объема партии выпускаемой продукции, равномерная загрузка имеющихся в наличии мощностей). Мерами для этого служат, с одной стороны, стандартизация (определение размеров, формы и качества отдельных частей) и типизация (унификация формы исполнения конечной продукции), которые могут привести к уменьшению расходов за счет выпуска больших серий (например, передача одному предприятию изготовления отдельных частей или типов того вида продукции, который до объединения производился всеми предприятиями), с другой стороны, дифференциация производственной программы путем освоения новых видов продукции (диверсификация) для снижения риска в производственном секторе благодаря лучшему использованию уже имеющегося оборудования.

Другими мерами служат также согласование производственной программы, совмещение производственных мощностей, обмен опытом, создание общих направлений исследования, совместная реализация патентов и новых технологических методов и т. д.

**Цели в области финансирования**[3, С. 122]. Инвестиции и финансирование тоже дают импульсы к созданию объединенных международных предприятий. Так, например, запланированные инвестиционные объекты могут успешнее использоваться совместно, а особо крупные и капиталоемкие объекты (и, следовательно, по возможности рациональная технология производства) вообще могут быть освоены только после объединения мелких и средних предприятий в результате совместной мобилизации больших сумм капитала. Целью объединения предприятий могут быть также увеличение основы собственного капитала, расширение

возможностей финансирования за счет привлечения средств со стороны, усиление кредитоспособности, повышение рентабельности или снижение риска путем инвестиций и облегчение других размещений капитала.

Для освоения международного рынка требуется, вследствие большего риска и длительных сроков платежей, особенно большой объем капитала, который зачастую может быть обеспечен только слиянием нескольких предприятий.

Наряду с этими аспектами именно при создании дочерних предприятий в зарубежных странах играет роль следующее: инвестиции часто допускаются только тогда, когда им самим или местным национальным предприятиям предоставляется право участвовать в зарубежных дочерних фирмах.

Другим мотивом объединения может служить совместное финансирование крупных проектов, намного превышающих финансовые возможности одного предприятия, например, в строительном деле (сооружение плотин, больших эстакад, олимпийских объектов) или в кредитовании (например, эмиссия ценных бумаг через консорциум банков).

**Цели в области сбыта**[3, С. 124]. Мотивом к слиянию в области сбыта часто является создание таких обществ, в которых рационально работают организации сбыта всех объединенных предприятий, что улучшает их позиции на рынке. Примером служат международные торговые синдикаты, которые, прежде всего, имеют целью препятствовать проведению самостоятельной политики цен отдельными предприятиями и в случае согласования в договоре производственной квоты следить за соблюдением этой квоты.

Но наиболее часто цель концентрации состоит в достижении экономической мощи (власти), создании господствующей позиции на рынке сбыта и в исключении конкуренции путем установления единых цен, единых условий сделки или определенных квот сбыта и, в конце концов, в установлении монопольного положения. Здесь отправным пунктом для

объединения служит, в первую очередь, не повышение экономичности производства и реализации, а увеличение рентабельности с помощью экономической мощи (власти), причем иногда экономичность производства при возникновении сверхмощностей может снижаться.

Определенную роль может играть и снижение риска в результате обеспечения возможностей сбыта. Обострение конкуренции на рынках сбыта и грозящее в любое время снижение спроса из-за перемены привычек покупателя или в результате изменения соотношения доходов заставляют предприятия во все большем объеме уменьшать этот риск путем диверсификации, т. е. расширять ассортимент, внедряя новую продукцию на уже существующих или новых рынках. Наиболее целесообразный и, на основе имеющихся мощностей и возможностей финансирования, часто единственно возможный путь - это трансграничное объединение с другими предприятиями, которые либо производят продукцию, связанную с собственной продукцией предприятия (горизонтальная диверсификация) или относящуюся к определенной стадии сбыта (до или после размещения на складе - вертикальная диверсификация), либо производят товары-комплементарии (комплементарная диверсификация).

#### **1.4 Классификация трансграничных слияний и поглощений**

Связанная интеграция включает вертикальную и горизонтальную интеграцию.

Вертикальная интеграция, или связанная вертикальная диверсификация, - это процесс приобретения или включения в состав предприятия новых производств, входящих в технологическую цепочку выпуска старого продукта на ступенях до или после производственного процесса.

Горизонтальная интеграция, или связанная горизонтальная диверсификация, - это объединение международных предприятий,

работающих и конкурирующих в одной области деятельности. Главной целью горизонтальной интеграции является усиление позиций фирмы в отрасли путем поглощения определенных конкурентов или установления контроля над ними.

Несвязанная диверсификация или просто диверсификация - это охват таких направлений деятельности, которые не имеют прямой непосредственной связи с основной деятельностью предприятия. Считается, что диверсификация оправдана, если возможности для интеграции ограничены или вообще отсутствуют, либо позиции конкурентов очень сильны, либо потому, что рынок базовой продукции находится в стадии спада. Примером диверсификации может служить продающее бензин, предприятие, которое приобретает мебельную фабрику.

Обычно интегрирующей фирмой выступает либо крупное предприятие, имеющее много поставщиков, которых оно стремится объединить, или занимающее монопольное положение в переработке, либо предприятие, имеющее много потребителей. Часто основой объединения ряда предприятий становится банк или другой финансовый институт. Это связано с большой потребностью предприятий в оборотных средствах, в инвестиционных деньгах.

#### *Вопросы для обсуждения*

1. Классификация мотивов трансграничных слияний и поглощений предприятий.
2. Классификация трансграничных слияний и поглощений - горизонтальные, вертикальные, конгломерантные.
3. Теории трансграничных слияний.

#### *Практическое задание*

Кейс Слияние Daimler-Benz AG и Chrysler Corporation.

У Daimler-Benz AG (DB) были все основания служить символом немецкого качества и инженерной мысли. Роскошные машины этой компании считались самыми совершенными и служили примером использования новейших достижений в системах безопасности, электронике, комфорте и дизайне. Машины DB продавались в 200 странах мира, а Mercedes был мощным брендом мирового уровня.

Но начало 1990-х годов принесло Daimler-Benz ряд неудач. Ее амбициозный процесс диверсификации с учетом новых технологий не дал ожидаемого синергетического эффекта. Европейское подразделение грузовых автомобилей несло серьезные убытки. К тому же компания испытывала мощное давление со стороны японских конкурентов, которые предлагали столь же роскошные автомобили, как и DB, с тем же качеством и технологиями, но по гораздо более низким ценам.

DB начала коренную перестройку, особенно после того, как в начале 1995 года главой компании стал Юрген Шремп. В ходе операции под образным названием «прекращение кровопотери» компания реструктуризировала, закрыла либо продала все неприбыльные подразделения — радикальный американский подход, какого в Германии никогда прежде не видывали.

Как только реструктуризация начала приносить плоды, г-н Шремп задумался о будущем Daimler-Benz и всей автомобильной отрасли. Он ясно видел, что в ней происходит, и не мог не заметить некоторых особенностей. За исключением компаний, обслуживающих четко обозначенные ниши (например, BMW, Porsche, Volvo), не осталось независимых марок класса "люкс". Большинство марок перешло в руки крупных глобальных компаний. С середины 1980-х количество брендов, конкурирующих на рынке машин класса «люкс», возросло с 9 до 19.

Хотя в конце 1990-х годов дела Chrysler шли прекрасно, глава компании Боб Итон не раз задумывался о будущем. Спад в экономике США ударит по компании сильнее, чем по более крупным собратьям из "Большой

Тройки" или японским конкурентам. Усиливается конкуренция на таких сегментах рынка, как мини-фургоны и большие спортивные машины, где Chrysler традиционно считалась лидером.

Учитывая эти факты, Ю. Шремп в январе 1998 года обратился к Б. Итону с предложением обсудить возможность слияния двух компаний. Учитывая сложившиеся обстоятельства, Б. Итон с готовностью откликнулся на это предложение. 7 мая 1998 года последовало официальное объявление о слиянии Daimler-Benz AG и Chrysler Corporation.

Предполагалось, что это слияние будет чрезвычайно плодотворным. Ожидалось, что фаза интеграции продлится три года. Высказывалось мнение, что принцип «слияния равных» позволит реализовать «все лучшее двух миров», т.е. объединение сильных сторон и самых удачных находок обеих компаний создаст новую организацию, которая намного опередит конкурентов. Менеджмент пересмотрел все процессы, выбирая оптимальные решения. И действительно, поначалу капитализация объединенных компаний повысилась, но потом начались проблемы: снижение продаж, прибыли, капитализации, увольнение рабочих, закрытие заводов. Обе компании в результате неудачного слияния понесли убытки, исчисляемые десятки миллиардов долларов, а еще больше составила упущенная выгода. Поэтому в 2007 году состоялось разделение компаний: 80,1% акций Chrysler было выкуплено американским хедж-фондом Cerberus Capital Management за \$7,4 млрд., причем большая часть этих средств будут вложены в Chrysler в качестве инвестиций, у Daimler осталось 19,9% ценных бумаг концерна.

Анализ причин неудачи Слияния Daimler-Chrysler:

1. Это изначально было слияние неравных партнеров: распределение акций между компаниями Daimler-Benz и Chrysler осуществлялось в соотношении 58:42.
2. Решения изначально принимались в пользу германской компании в ущерб американской: регистрации Daimler-Chrysler в Германии.

3. Mercedes-Benz работала только в высших сегментах рынка, а бренды Chrysler ориентировались на средний сегмент рынка и были сильнее на таких сегментах, как мини-фургоны, большие спортивные автомобили и пикапы

Вопросы и задания к кейсу:

1. Определите тип слияния компаний.
2. Какие цели ставились перед слиянием?
3. Почему не удалось слияние?
4. Какие рекомендации по совершенствованию данного слияния можно предложить?

### **Контрольные вопросы**

1. Какие классификации мотивов трансграничных слияний и поглощений существуют?
2. Почему необходимо изучать мотивы трансграничных слияний и поглощений компаний?
3. Какие основные стратегические цели трансграничного слияния?
4. Почему меняется характер работы в области маркетинга, финансового менеджмента, управления персоналом, НИОКР, бухгалтерского учета при международных слияниях и поглощениях?
5. В чем сущность теории гордыни?

### **Задания для самостоятельной работы**

1. Охарактеризуйте стратегические возможности при трансграничных слияниях и поглощениях.
2. Систематизируйте функциональные цели международного объединения.
3. Перечислите корпоративные цели трансграничных слияний и поглощений.
4. Сравните категории «слияния» и «поглощения».



## **Глава 2. Методы объединения при трансграничных слияниях и поглощениях**

### **2.1 Содержание основных понятий трансграничных слияний и поглощений**

Поскольку мотив побуждает к действию, следующим этапом будет исследование сущности явления.

Понятие трансграничных слияний и поглощений определено достаточно разнонаправлено в литературе. Рассмотрим несколько точек зрения.

По мнению Дэвида Кэмпбела, Джорджа Стоунхауса, Билли Хьюстона: «Слияние. При добровольном слиянии акционеры компании объединяются на добровольной основе и делят ресурсы образовательной укрупненной компании, становясь акционерами новой организации. Поглощение. Поглощение – это «неравный брак», когда одна компания приобретает другую. При такой сделке акционеры поглощаемой компании не являются владельцами укрупненной организации. Акции малой компании скупаются более крупной компанией. Присоединение. Это еще один способ приобретения одной компанией другой с той лишь разницей, что приобретающая компания выступает в роли захватчика. В этом случае используется термин «принудительное поглощение». Поглощающая фирма становится юридическим лицом, а поглощаемая ликвидируется, передав первой все имущество, обязательства, долги. Независимо от того, какой тип укрупнения компании выбран, в результате появляется более крупная и финансово более мощная компания. Для описания этого механизма роста используется более общий термин «интеграция», или «объединение».

Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу определяют следующее: «термин слияние имеет четкое юридическое определение и не имеет ничего общего с тем, как будет осуществляться управление объединенными

компаниями после слияния. Слияние происходит, когда одна корпорация соединяется с другой и растворяется в ней. Корпоративное поглощение это процесс, предполагающий, что акции или активы корпорации становятся собственностью покупателя. Данная сделка может принять форму покупки акций или покупки активов. Поглощение это общий термин, используемый для описания передачи собственности. Слияние – более узкий технический термин для определенной юридической процедуры, которая может последовать, а может и не последовать за поглощением».

Отечественные авторы, а именно Валдайцев С.В. считает что: «простым слиянием считается приобретение одной фирмой акций другой компании (и возможно, наоборот) в таком количестве, которое не дало бы покупателю акций контроля над предприятием, чьи акции приобретаются, но обеспечило бы степень влияния, достаточную для того, чтобы, с одной стороны, заинтересовать в максимизации прибыли предмета покупки, а с другой стороны, получить существенное влияние на его менеджмент. Сливающиеся фирмы при этом, само собой, остаются юридически самостоятельными компаниями с отдельными и не консолидируемыми друг в друга балансами. Поглощения отличаются от слияний тем, что поглощающая фирма приобретает (зачастую по частям от многих сравнительно мелких акционеров) очевидно (при имеющемся распределении акций объекта поглощения) контрольный пакет поглощаемого предприятия. Если приобретается пакет, превышающий 75% обычных акций поглощаемой компании (дающий право на ее ликвидацию в результате голосования тремя четвертыми акций), то поглощение может привести к потере поглощаемым предприятием своей юридической самостоятельности и превращению его в подразделение (структурную единицу) поглощающей фирмы. Если же приобретается контрольный пакет, составляющий менее 75% обыкновенных акций, то поглощенная компания может не потерять своей юридической самостоятельности, но окажется выраженным дочерним предприятием (филиалом) поглощающей фирмы».

Что касается Рудык Н.Б., Семенковой Е.В.[11, С. 178], то здесь эти термины рассмотрены через переход прав собственности: «в мировой практике принято определять поглощение как оплаченную сделку, в результате проведения которой происходит переход прав собственности на корпорацию, чаще всего сопровождающийся заменой менеджмента купленной корпорации и изменением ее финансовой и производственной политики. В сделке принимают участие две стороны: корпорация-покупатель и корпорация-цель (продавец). Возможны следующие формы международных поглощений:

1. Корпорация-покупатель делает тендерное предложение (предложение выкупить 95-100% акций корпорации-цели) *менеджменту* корпорации-цели. Тогда такое поглощение называют «дружеским» поглощением (*friendly takeover*).

2. Корпорация-покупатель делает тендерное предложение *акционерам* корпорации-цели, минуя при этом ее менеджмент. Тогда такое поглощение называют «жестким» поглощением (*hostile takeover*).

Термин «слияние» (*merger*) авторы будут употреблять, когда речь идет о дружеском международном поглощении, а не в смысле финансовой сделки, в результате которой происходит объединение двух или более международных корпораций в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся корпораций, сохранением состава собственников и их прав.

Тендерные предложения могут быть двух типов: условные и безусловные. Условное тендерное предложение международной 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 для покупки корпорацией-покупателем. 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 значение количества акций, которые она обязуется выкупить в соответствии со сделанным тендерным предложением. Тендерное предложение, которое является безусловным и неограниченным, называют «что-нибудь или все» тендерным предложением».

Радыгин А.Д.[9] анализирует эти понятия через призму зарубежных и отечественных авторов и приходит к выводу, что эти термины привязаны к законодательству каждой страны: «Наконец, необходима еще одна итерация, которая позволит дать относительно строгие определения собственно «слияниям» и «поглощениям». Вместе с тем и здесь существует расхождение в определениях.

Традиционно «слиянием» считается любое объединение двух или более компаний в одну, при котором остальные участвующие в сделке компании прекращают свое существование.

Российское законодательство интерпретирует слияние как реорганизацию юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом, Следовательно, необходимым условием оформления сделки слияния компаний является появление нового юридического лица, при этом новая компания образуется на основе двух или нескольких прежних фирм, утрачивающих полностью свое самостоятельное существование. Новая компания берет под свой контроль и управление все активы и обязательства перед клиентами компаний - своих составных частей, после чего последние распускаются. Например, если компания А объединяется с компаниями В и С, то в результате на рынке может появиться новая компания D ( $D=A+B+C$ ), а все остальные ликвидируются.

В зарубежной же практике под слиянием может пониматься также объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает,

а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование. В российском законодательстве этот случай попадает под термин «присоединение», подразумевающий, что происходит прекращение деятельности одного или нескольких юридических лиц с передачей всех их прав и обязанностей обществу, к которому они присоединяются ( $A=A+B+C$ ). Некоторые авторы под термином «слияние» подразумевают весь спектр сделок по слияниям и поглощениям [7, С. 114]. В качестве конкретных форм «международного слияния» указываются:

- дружественное поглощение – компания-покупатель делает тендерное предложение о покупке 95-100% акций менеджменту компании-цели;

- «жесткое», недружественное, враждебное поглощение – компания-покупатель делает тендерное предложение непосредственно акционерам компании-цели» (минуя менеджмент) либо скупает крупные пакеты акций на вторичном рынке. При этом обычно приходится ограничиться контрольным или блокирующим пакетом (пример - скупка блокирующего пакета акций ГАЗа группой «Сибирский алюминий» у миноритарных акционеров);

- покупка всех или основных активов компании-цели» (без объединения). От компании-цели в этом случае остается лишь «оболочка» и денежные средства от продажи активов. Она может либо реинвестировать их в новый бизнес либо ликвидироваться.

Существует и противоположный подход, когда все соответствующие операции объединяются под термином «поглощение». Как отмечается в [8, С. 45], традиционно в литературе по корпоративным финансам выделяются три способа «поглощений»:

- добровольные слияние путем переговоров с руководством поглощаемой компании, осуществляющей внешнеэкономическую деятельность и последующей покупкой (обменом) акций;
- враждебный захват путем тендерного предложения на покупку акций непосредственно акционерам компании;

- получение контроля над советом директоров без покупки контрольной доли в акционерном капитале через голосование по доверенности.

В качестве синонимов «поглощения» в литературе часто используются более широкие термины: «приобретение» или «присоединение» (в юридическом контексте, согласно Гражданскому кодексу РФ). Поглощение определяется также как приобретение поглощающей фирмой контрольного пакета поглощаемой. Так как при этом фирмы продолжают оставаться формально самостоятельными юридическими лицами, слияния их организационных структур не происходит, Поглощение компании можно определить и как взятие одной компанией другой под свой контроль управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на нее, Поглощение компании может осуществляться путем скупки всех акций предприятия на бирже, означающей приобретение этого предприятия.

Необходимо указать еще одну классификацию, используемую в литературе:

- слияние в традиционном смысле (решение принимают менеджеры компании-цели, корпорация-покупатель получает контроль над 100% акций);
- межфирменные тендерные предложения (решение принимают акционеры компании-цели, корпорация-покупатель получает контроль над не менее чем 51% обыкновенных голосующих акций).

Объективность таких различий связана с элементарным заимствованием англо-американских терминов, которые не имеют однозначного толкования. Немало различий имеется и в национальной деловой практике. Отсутствие терминологического единства связано, безусловно, и с особенностями национального законодательства.

В целом в законодательстве отдельных развитых стран речь идет о таких формах реорганизации юридических лиц, как слияние (две или несколько компаний объединяются в новую - новый субъект права), поглощение (одна или несколько компаний присоединяются к

существующему юридическому лицу), разделение (юридическое распадается на два и более новых субъектов права), выделение (передача части имущества вновь создаваемому субъекту права без прекращения деятельности компании-донора).

В США в особом порядке регулируется такая операция, как комплексное отчуждение имущества, когда одно юридическое лицо передает другому значительную часть своего имущества (тем самым сделка выходит за рамки обычного договора купли-продажи). Тем не менее, при комплексном отчуждении имущества не происходит прекращения деятельности одних юридических лиц или возникновения новых субъектов права, поэтому к собственно реорганизации его отнести нельзя.

Во Франции реорганизация акционерных обществ (закон о торговых товариществах 1966 г) допустима в следующих формах: фузия (объединение по меньшей мере двух ранее существовавших товариществ через поглощение одного другим или через образование нового товарищества), разделение (внесение имущества данного товарищества в новые товарищества) и фузия-разделение (товарищество вносит свое имущество в уже существующие товарищества или участвует совместно с ними в создании новых товариществ). Товарищество, к которому в результате одной из перечисленных операций переходит все или часть имущества другого, становится универсальным правопреемником этого последнего.

В праве ФРГ слияние акционерных компаний предусматривается в двух формах: путем передачи имущества акционерного общества как целого другому акционерному обществу за акции первого и путем образования нового акционерного общества, к которому переходит имущество объединившихся акционерных обществ.

Не существует единого мнения о том, что считать публичным предложением покупки акций. Обычно выделяют следующие специфические черты института:

- оферта о покупке акций определенной компании на условиях, указанных в оферте;
- оферта адресуется всем держателям ценных бумаг указанной категории;
- оферта должна исходить акционерного общества.

Тем не менее в Англии данный институт больше соответствует понятию «предложение установить контроль», ибо цель операции, согласно английскому праву, должна состоять в установлении контроля над компанией, акции которой скупаются. Во Франции инициаторы данной операции могут стремиться с ее помощью не только установить, но и усилить уже имеющийся контроль над обществом (в России именно усиление/расширение контроля являлось основным стимулом поглощений до 1998г.). В любом случае любом случае не будет рассматриваться как публичное предложение покупки акций общества операция, если она рассчитана на приобретение менее 15% капитала общества. В США специальное регулирование распространяется на приобретение свыше 10% капитала корпорации.

Еще один нюанс связан с тем, что слияния крайне трудно осуществить на паритетных условиях («модель равенства»), поэтому любое слияние в результате может завершиться поглощением. Возможен и обратный вариант, когда «жесткое поглощение» на определенной стадии и условиях переходит в «дружественное».

В зарубежной же практике характерной особенностью *слияния* является объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование. В российском законодательстве и у некоторых авторов этот случай попадает под уже рассмотренный процесс *присоединения*. Хотя он может трактоваться и как *поглощение*.

Иностранные авторы не стремятся к четкому разграничению понятий. *Поглощение* описывается как взятие под контроль компании с помощью скупки большей части ее акций без изменения числа компаний до и после



процесса. В другом варианте процессы *слияния и поглощения* рассматриваются совместно и характеризуют интеграцию на базе вновь создаваемой компании (аналог слияния в российском законодательстве) либо на базе одной из компаний-участниц с ликвидацией остальных (аналог *присоединения* в российском законодательстве).

Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних.

Присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу.

Для научной терминологии лучше придерживаться следующего подхода: слияния – добровольное объединение. Поглощение – приобретение одной компании другой и взятие ее под свой контроль.

На практике, как правило, встречается комбинация всех этих определений, поэтому мы получаем разные варианты процессов слияний и поглощений.

## **2.2 Методы объединения при трансграничных слияниях и поглощениях**

У предприятия есть возможность выбрать метод объединения. Однако какой бы способ ни был избран, все процессы могут происходить в виде покупки активов либо в виде покупки акций. Анализ этих процессов мы приведем ниже.

**Покупка активов.** Приобретаемая международная компания переводит покупателю все активы, используемые для бизнеса, который является объектом продажи. В том числе объекты недвижимости, основные фонды, запасы, а также нематериальные активы, к которым относятся права по контрактам, аренда, патенты, торговые знаки и т.д. Это могут быть как все

активы, так и их часть, принадлежащая компании-продавцу. Для перевода некоторых специфических видов активов приобретаемая компания готовит специальные документы, в частности - свидетельства о передаче акций, закладные, договора цессии.

Во многих случаях выбор формы продажи активов обусловлен тем, что продаваемая корпорация не продается целиком, а реализует лишь часть своего бизнеса.

Например, если продается производственная линия, не функционировавшая как самостоятельный дочерний бизнес с собственным балансом. В данном случае единственным вариантом сделки может быть только продажа активов.

В остальных случаях сделка по продаже активов не является необходимой. Тем не менее, эту форму выбирают достаточно часто, так как она обладает следующими преимуществами:

Если у продавца возникает налогооблагаемая прибыль вследствие продажи активов (это происходит, когда налогооблагаемая база активов приобретаемой компании ниже цены продажи этих активов). Покупатель значительно экономит на налогах, если структурирует данную сделку как приобретение активов, поскольку поднимает налогооблагаемую базу приобретаемых активов, фиксируя ее по цене покупки.

И наоборот, если у продавца в результате сделки по продаже активов возникает налоговый убыток, покупателю компании лучше приобрести акции, а не активы. В этом случае он примет на себя полную налоговую историю бизнеса, сохранив при этом высокий уровень налогооблагаемой базы покупаемых активов. Следует отметить: то, что выгодно покупателю, может быть совсем невыгодным продавцу, который, вполне вероятно, потеряет свои налоговые преимущества, структурируя сделку в интересах покупателя. Возникающий конфликт интересов может и должен дать импульс к активным переговорам между сторонами, в ходе которых возможно добиться пересмотра ценовых условий сделки.

Приобретая активы, покупатель обычно не может аннулировать коллективный договор с работниками международного предприятия, заключенный с участием профсоюзов.

Первый и самый главный недостаток покупки активов – высокие налоговые платежи. Все транзакции с активами облагаются налогом, в то время как сделку с акциями можно структурировать таким образом, чтобы она не облагалась налогами (скажем, используя так называемый безналоговый обмен акциями).

Во-вторых, сделка с активами обычно требует больших финансовых и временных затрат, которые оказываются выше по сравнению с альтернативными вариантами, что связано с юридическими и бухгалтерскими аспектами. Сделка с активами предполагает юридическое сопровождение трансферта каждого актива. Например, в сфере оптовой торговли существующие контракты компании, осуществляющей международную деятельность, с производственными предприятиями могут оказаться недействительными после реорганизации активов. В их числе могут оказаться сотни контрактов, предполагающих эксклюзивное право распространения продукции только данным агентом. При этом стоимость подготовки большого количества новых контрактов зачастую непомерно высока. Необходимо также отметить, что трансферт недвижимости часто облагается высокими федеральными и местными налогами. Такие трансферты могут спровоцировать местных и региональных оценщиков на повышение стоимости имущества, приводя тем самым к значительному увеличению налоговых платежей. При этом, если имущество расплывлено по нескольким юрисдикциям, для каждой из них может потребоваться индивидуальная структура организуемой сделки.

В-третьих, многие нематериальные активы и права аренды не могут быть переданы без согласия третьей стороны. В случае же ее согласия (этого не всегда удастся добиться) можно ожидать, что третья сторона назначит определенную цену за свое согласие на переуступку прав. Эта практика

особенно распространена в тех случаях, когда продавец арендует имущество по низким ставкам, т.е. ниже сложившихся на рынке цен. В этом случае согласие арендодателя, скорее всего, будет сопровождаться существенным повышением ставок арендной платы. То же относится и к другим типам договоров, условия которых были ранее выгодны приобретаемой компании. В частности, при рассмотрении кредитных договоров покупаемой компании необходимо обратить внимание на то, чтобы приобретение активов не привело к необходимости немедленного погашения имеющихся у компании займов.

В-четвертых, многие международные компании имеют выданные местными органами власти лицензии на осуществление определенных видов деятельности. В этом случае смена собственника может привести к долгим судебным разбирательствам и другим административным задержкам. Иногда существует даже угроза утраты соответствующей лицензии. Компании, длительное время работающие в том или ином регионе, наделяются так называемыми дедовскими правами. Скажем, они могут быть освобождены от необходимости установления дорогостоящих приборов или устройств, требуемых местными правилами (например, для обеспечения противопожарной безопасности или прохода инвалидов). Вследствие передачи активов новому собственнику могут быть предъявлены требования по соблюдению данных правил.

Платеж за активы может быть произведен в любой форме, приемлемой для продавца, включая оплату акциями покупателя.

**Приобретение акций**[10, С. 98]. Продавец, владеющий акциями компании, подлежащей продаже, передает покупателю право собственности на свои акции в обмен на согласованный платеж. При реализации акций публичной компании (посредством тендерного предложения) может получиться так, что покупатель приобретет не все ее акции. В случае продажи компании, имеющей ограниченное число участников, такая ситуация встречается значительно реже. Удержать долю акций в своей

собственности при продаже такой компании может только тот из числа ее прежних акционеров, кого предполагается назначить на роль менеджера международной компании после ее поглощения.

Продажа акций компании является предпочтительной формой сделки, если налоговые затраты или другие издержки, сопутствующие продаже активов, делают этот вариант невыгодным и нецелесообразным.

Продавцы часто предпочитают сделку с акциями, поскольку в этом случае все обязательства компании принимает на себя покупатель. Однако на практике часто выходит не совсем так: покупатель обычно стремится обезопасить себя от всех обязательств, которые не раскрыты в финансовой отчетности.

Документы, имеющие отношение к сделке с акциями, необходимо тщательно проверить на наличие оговорок о «смене контроля». Например, в наше время арендные соглашения часто содержат статью о необходимости получения согласия арендодателя на переход контрольного пакета акций компании-арендатора к другому владельцу. Аналогичные требования могут содержаться и в других контрактах, а также разрешениях местных властей на тот или иной вид деятельности.

Можно выделить два главных недостатка подобных сделок.

Первый заключается в том, что трансграничную сделку, в которой участвует несколько акционеров, гораздо труднее довести до конца. Если предположить, что покупатель желает приобрести все 100% акций компании, то он должен заключить договор купли-продажи акций с каждым акционером. Причем не исключен отказ кого-либо из этих акционеров от участия в сделке. Таким образом, один-единственный акционер может сорвать всю сделку.

Второй заключается в том, что сделка с акциями может привести к ухудшению налогового режима в период после поглощения, чего можно избежать только путем сделки с активами.

**Враждебные поглощения**[12, С. 17] – поглощения, при которых руководящий состав цели (мишени) не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мероприятий, приобретающей компании приходится вести на рынке ценных бумаг действия против цели поглощения.

**Банкротство.** Чаще всего применяется следующая схема банкротства. Определенное юридическое лицо, заинтересованное в приобретении активов какого-либо хозяйственного общества, начинает планомерно скупать долги этого общества. При этом не обязательно рассчитываться за приобретение в полном объеме, обычно применяется рассрочка платежа. Ни для кого не секрет, что найти просроченный долг даже у крепко стоящего на ногах предприятия довольно легко. Что же говорить об основной массе хозяйствующих субъектов. Сосредоточив значительный объем задолженности, юридическое лицо инициирует процедуру банкротства предприятия, предварительно договорившись с органами региональной или федеральной власти (в зависимости от значимости предприятия). Операция рассчитывается таким образом, чтобы поглощаемое общество заведомо было не в состоянии погасить имеющуюся задолженность, следствием чего становится введение процедуры наблюдения и назначение временного управляющего. Арбитражный управляющий негласно представляет интересы атакующего юридического лица и под видом анализа финансового состояния должника устанавливает узкие места в деятельности предприятия с тем, чтобы усугубить сложившуюся ситуацию, а также помешать органам управления общества восстановить платежеспособность предприятия. В то же время в средствах массовой информации начинают формировать негативный образ хозяйственного общества, что ведет к снижению реализации производимой продукции, а следовательно, к ухудшению его финансового положения. В результате подобных действий на предприятии вводят внешнее управление, после чего руководителя должника отстраняют от должности, прекращают полномочия органов управления. Все

управленческие функции переходят к внешнему управляющему. Именно с этого момента начинается долгий процесс по выводу активов организации. В данном случае важная роль отводится стадии конкурсного производства, когда в целях удовлетворения требований кредиторов реализуется имущество должника.

В середине 80-х гг. широкое распространение получил новый вид сделки международного рынка корпоративного контроля – **выкуп долговым финансированием**[11, С. 162]. Выкуп долговым финансированием – это финансовая техника (именно техника, а не операция), при помощи которой открытая международная корпорация преобразуется в корпорацию закрытого типа. Технология подобного «превращения» такова. Группа международных и внутренних инвесторов выкупает все находящиеся в обращении обыкновенные акции корпорации, причем выкуп на 80 - 90% финансируется за счет эмиссии долговых обязательств. Чаще всего используемые для финансирования выкупов долговым финансированием инструменты - это так называемые «мусорные облигации», которые иногда называют высокодоходными облигациями. Подобные долговые обязательства характеризуются высоким уровнем доходности и не менее высокой степенью риска. По прошествии определенного промежутка времени с момента своего выкупа (обычно от трех до шести лет) акции компании возвращаются на открытый фондовый рынок, хотя известны случаи, когда компания сохраняла свою закрытую форму. Если выкуп долговым финансированием иницируется группой инвесторов, которая более чем на 50% состоит из менеджеров корпорации, то его называют управленческим выкупом долговым финансированием.

Если предприятие преследует стратегические цели, то, как правило, оно изберет либо слияние, либо дружеское поглощение. Слияние выгодно для компании-покупателя, поскольку полное слияние дает возможность реализовывать проекты на всех стадиях производства и сбыта. Дружеское поглощение – компромисс между слиянием и враждебным поглощением. Для

компании-покупателя выгода заключается в формировании благоприятного имиджа компании.

В случае учета целей на уровне функциональных областей, наиболее приемлемым будет поглощение в форме покупки акций. В данном случае фирма покупает долю в уставном капитале и реализует проекты на уровне функциональной области.

Существует достаточно много комбинаций способов объединения предприятий. Характер выбора зависит от предпочтений менеджеров, от преследуемых целей при интеграции, от экономической ситуации. После выбора формы объединения актуальным становится вопрос о методе оценки приобретаемого предприятия. Следующим шагом будет исследование эффективности горизонтальной интеграции предприятий.

#### **Вопросы для изучения**

1. Механизмы объединения при слияниях.
2. Способы объединения при поглощениях.
3. Дружественное поглощение.
4. Враждебное поглощение.
5. Выкупы долговым финансированием.

#### **Контрольные вопросы**

1. Чем обусловлено многообразие механизмов объединения?
2. Какие механизмы чаще встречаются в практике деятельности российских компаний?
3. Чем дружеские поглощения отличаются от враждебных?
4. Почему возникла необходимость выкупа долговым финансированием с участием менеджмента корпорации?

#### **Задания для самостоятельной работы**

1. Опишите достоинства и недостатки слияния, поглощения, выкупа долговым финансированием.



2. Проанализируйте возможность выкупа долговым финансированием в практике российских компаний.
3. Охарактеризуйте использование банкротства как механизма объединения в отечественной практике.
4. Опишите недостатки тендерного предложения.
5. Обоснуйте преимущества и недостатки выкупа долговым финансированием без участия корпорации.

### **Глава 3. Этапы трансграничного слияния и методы защиты от поглощений.**

#### **3.1 Общие характерные черты объединения зарубежных предприятий**

Зарубежная практика при интеграции в основном преследует стратегические и корпоративные цели. Данные цели присущи зарубежной практике, поскольку там развита конкуренция, высоко концентрированы отрасли и развит фондовый рынок корпоративного контроля.

В практике зарубежных стран горизонтальная интеграция, как правило, применяется, в случае если отрасль высококонцентрирована, тогда горизонтальная интеграция эффективна при следующих условиях:

- 1.) если есть свидетельства, что на отраслевом рынке действуют крупные иностранные компании;
- 2.) если необходимо освоение новой технологии, если ожидается высокая эффективность деятельности новой структуры;
- 3.) если одна из компаний, входящая в состав этой новой структуры, испытывает серьезные финансовые трудности. Об этом свидетельствует следующее изречение.

Анализируя мировой опыт проведения антимонопольной (антитрестовской) политики, С. Фишер, Р. Дорнбуш и Р. Шмалензи

указывают: «Антитрестовская политика до недавнего времени имела относительно небольшое значение вне пределов Соединенных Штатов. Правительства других стран стремились занять... мягкую позицию по отношению к слияниям и картельным соглашениям. В Канаде, Великобритании, Западной Германии и ряде других стран антитрестовская политика..., по американским «меркам» осуществляется не столь энергично». Правительства некоторых стран все еще занимают мягкую позицию по отношению к своим внутренним производителям с целью вытеснения с рынка зарубежных конкурентов и дают возможность внутренним фирмам действовать подобно монополиям. Таким образом, неудивительно, что зарубежные фирмы часто практикуют меры, которые носили бы незаконный характер в условиях американских антитрестовских законов. Из данного факта вытекает крайне важное для России положение: национальная монополия, концентрируя конкурентные преимущества данной страны, способна успешно противостоять международной конкуренции.

Что касается оценки эффективности, то в зарубежной практике в основном используются следующие методы: простейший метод определения экономических выгод; метод сравнительного анализа; метод дисконтирования потоков денежных средств, оценка стоимости активов.

Данные методы используются в зарубежной практике, поскольку существует развитый фондовый рынок и имеет место относительная предсказуемость будущих доходов при прочих равных условиях, в случае если компания не публичная, то применяется метод оценки стоимости активов.

Антимонопольное законодательство ведущих западных стран сформировалось примерно к середине 80-х гг. XX века. Как заметили в своем исследовании Ф. Шерер и Д. Росс: «Соединенные штаты были... первой страной, начавшей проводить активную антитрестовскую политику. В других странах эта политика... молода, и... о ней почти нечего сказать». Согласно Э.Дж. Долана и Д. Линдсея: «По уровню активности и изощренности,

антимонопольных мер США далеко превосходил и все остальные страны; по сравнению с американской их практика регулирования отличалась высокой сдержанностью». Тем не менее, даже в стране, где антитрестовское регулирование ведет отсчет с конца XIX в., ряд его ключевых положений был принят только к концу XX столетия.

Специфику американского подхода к осуществлению антитрестовского регулирования можно охарактеризовать цитатой из одного решений Верховного суда США: возможная эффективность не может быть использована как аргумент в защиту незаконности. Подобный подход в определенной степени обусловил двусмысленную роль антитрестовского законодательства, в ряде случаев сдерживавшего развитие предприятий.

В отличие от США в европейских странах, которые рассматривали процессы концентрации как необходимое условие повышения конкурентоспособности своих производителей на мировом рынке, эффективность использовалась как аргумент, игнорирующий условия обеспечения внутренней конкуренции на основе структурных критериев. Европейское антимонопольное законодательство содержит более широкие возможности защиты на основе эффективности, чем судебные прецеденты США. Слияния, которые нарушают структурные критерии, разрешены, если они ведут к улучшению условий конкуренции, перевешивающему издержки доминирования на рынке.

Политика повышения уровня концентрации национальной промышленности западноевропейских стран сохраняется до настоящего времени. Руководство Европейского Сообщества не ставит целью воспрепятствовать образованию монополий, считая это явление прогрессивным для своих стран. По его мнению, создание монополий на европейском рынке не ведет к исчезновению конкуренции, а только меняет ее форму, побуждая к прогрессу путем совершенствования методов производства, растущей дифференциации качества и ассортимента товаров и услуг. Итальянский экономист Л. Берти указывает: «При разработке норм

антимонопольного законодательства и обеспечения конкуренции следует также иметь в виду и такой... фактор, как размер... предприятия и его позиции в новых условиях конкурентной борьбы. То или иное предприятие может быть монополистом на национальном рынке, но именно такое его положение обеспечивает ему выгоды на международном рынке».

В Японии отношения «бизнес - государство» направлены, прежде всего, на повышение конкурентоспособности национальной экономики. В ходе решения данной задачи сложилось либеральное отношение государства к слияниям компаний и картелям и фактическое игнорирование антимонопольного органа в процессе выработки промышленной политики. По словам Д. Муссати, в Японии, где лидеры бизнеса сумели обойти антимонопольные нормы, сложилась и продолжает существовать ситуация, когда в экономике хозяйничают если не монополии в прямом смысле слова, то, безусловно, олигополии. С. Никитин, Е. Глазьева и М. Степанова отмечают, что в основе структуры японской экономики, «если говорить о крупном производстве, лежали такие организационные формы, которые при строго формальном следовании букве антимонопольного закона должны были трактоваться как явно монополистические. История показала, что данная особенность развития народного хозяйства Японии явилась одним из мощных факторов, способствовавших ее экономическим успехам».

Во всех развитых странах законодательством предусмотрен контроль слияний. Жесткость регламентации слияний в них различна.

Горизонтальная интеграция присуща зарубежной экономической системе и сегодня. Однако, кроме традиционных слияний и поглощений, в США и Европе активно используются такие методы интеграции, как выкупы долговым финансированием. При этом достаточно часто в основу планирования диверсификации закладываются стратегические и корпоративные цели, поскольку наблюдаются усиление конкурентного давления и разделение организации труда между собственниками и менеджерами. Отличительными особенностями горизонтальной интеграции в

зарубежных странах является и то, что слияния образуются в рамках высокой концентрации отраслей. В связи с этим происходит снижение конкурентной активности. Однако многие страны поддерживают своих производителей, даже если это может привести к снижению качества продукции и эффективности производства.

### **3.2 Методика принятия решения для международной горизонтальной интеграции – метод «дерево целей» обоснования выбора стратегии**

Для этого предлагается набор критериев, которые участвуют в «дереве целей». В зависимости от сочетания набора критериев выбирается конкретная стратегия.

Критерии:

1. Конкурентоспособность товара: товар может быть как конкурентоспособным так и неконкурентоспособным на внешнем рынке.

Товар может быть как конкурентоспособным, так и неконкурентоспособным на внутреннем рынке. Мы не рекомендуем использовать конкретную методику определения конкурентоспособности товара. В данном случае в зависимости от специфики товара необходимо подобрать тот способ, который наиболее адекватен ситуации и виду продукции.

2. Концентрация отрасли. Для измерения концентрации отрасли предлагается использовать индекс Герфиндаля - Хиршманна, который представляет собой сумму квадратов рыночных долей отдельных международных компаний. Если данный показатель принимает значения до 1000, то это указывает на низкую концентрацию отрасли; если 1000 - 1800, то указывает на среднюю концентрацию; если  $>1800$ , то показывает высокую концентрацию отрасли.

3. Вид отрасли: традиционная, новая отрасль. Традиционные отрасли мы определили как отрасли, которые функционируют в течение достаточно долгого периода времени, такие как пищевая, легкая, лесная,

машиностроение, химическая, топливная. Отрасли, которые были созданы на базе компьютерных технологий и работают сравнительно недавно: компьютеров, сотовых телефонов, IT технологий, являются новыми отраслями.

4. Технология: стандартная, нестандартная. Стандартной технологией обладают фирмы, которые изготавливают изделия по общепринятым алгоритмам и не вносят в технологию свою специфику. Нестандартной технологией пользуются компании, которые, как правило, специализируются на производстве товара и обладают уникальными свойствами в сравнении с предлагаемыми на рынке изделиями.

Критерии для матрицы отбирались следующим образом. Концентрация отрасли является условием, при котором возможна горизонтальная интеграция, так как такой тип слияний жестко регламентирован антимонопольной политикой. Стандартная или нестандартная технология изготовления показывает различные конкурентные преимущества, значит, также определяет стратегию международного предприятия. Конкурентоспособность на внутреннем и внешнем рынке определяет возможность развития предприятия в будущем и является основанием для интеграции или самостоятельного развития.

Логика выбора стратегии очевидна. Если отрасль является высококонцентрированной, то рекомендуется стратегия горизонтальной интеграции, но только в одном случае: когда существует угроза со стороны конкуренции зарубежных стран. Однако это условие выполняется только при принадлежности к традиционной отрасли и применении стандартной технологии изготовления товара.

Если отрасль не является высококонцентрированной, то горизонтальная интеграция не противоречит сути рыночной экономики и рекомендуется в четырех случаях, когда легко скопировать технологию, но при этом фирма имеет разную конкурентоспособность на внутреннем и внешнем рынке.

Стратегия бизнес-единицы предполагает объединение под общим управлением тех продуктовых линий, которые имеют некоторые общие элементы, чаще всего производственные или маркетинговые. Денежная выручка реинвестируется в наиболее перспективные единицы после сравнения потенциальной прибыли, которая может быть получена в результате поглощения новых продуктовых линий и развертывания собственного производства этих продуктов.

Стратегия продуктовой линии опирается на жизненные циклы продукта, дополняя или замещая зрелые или стареющие продукты новыми. Функциональная стратегия имеет дело с альтернативными методами производства: например, переходом от алюминиевого литья к штампованной пластмассе или от древесины к стекловолокну при изготовлении катеров и лодок. Она также должна включать передислокацию производства в другие страны с целью поиска более дешевой рабочей силы, меньшей арендной платы, лучших условий для сотрудников, близость к сырью и т. д.

Любая организация, осуществляющая внешнеэкономическую деятельность должна иметь программу развития, причем такую, которая допускает все виды роста, начиная с внутреннего развития и кончая созданием совместных международных предприятий и поглощениями. Поскольку эти виды развития имеют сходную природу и дополняют друг друга, реализация одного из них требует увязки с другими. Иными словами, даже если компания и не планирует поглощения, программа развития бизнеса все равно должна предусматривать возможность слияний и поглощений. Подробнее остановимся на плане развития для предприятия. В рамках данного плана очень уязвимым местом в планировании является диверсификация.

Планирование. Одна из основных проблем международного корпоративного планирования коренится в странном убеждении, что, план должен разрабатывать вице-президент по планированию. Оно ведет к катастрофическим последствиям, поскольку руководитель планирующего

органа не принимает участия в реализации плана. Его задача - контролировать выполнение плана. Сами же планы должны разрабатываться теми, кто будет осуществлять их.

Принципиальная проблема разработчиков заключается в отсутствии структуры, на основе которой можно строить план.

Поиск. К поиску и отбору компания-приобретатель переходит после того, как завершены стратегическая самооценка и выработка стратегии поглощения. Она начинается с идентификации фокусных отраслей и конкретных фокусных компаний (или кандидатов), которые удовлетворяют критериям.

В случае стратегических поглощений продолжительность зависит от содержания про граммы и объема имеющейся информации по объекту. Обычно для идентификации нескольких приемлемых кандидатов необходимо как минимум несколько месяцев.

Однако не стоит удивляться, если процесс окажется более длительным, поскольку кандидаты далеко не всегда готовы принять предложение о поглощении. Если у покупателя узконаправленный интерес к конкретным компаниям, которые не готовы пойти на поглощение сразу, то могут пройти годы, прежде чем семена запросов прорастут и превратятся в реальные переговоры.

Оценка кандидата проводится с помощью различных методов. Вот некоторые из них:

1. Оценка по восстановительной стоимости. Этот метод проще других, однако, самый трудоемкий из них. Имея объект для анализа, покупатель начинает выяснять затраты для создания с нуля точной копии международной компании во всех ее аспектах. Учитываются как «твердые», так и «мягкие» активы. К «твердым» относятся земля, здания, оборудование, запасы, незавершенное производство и т.п. К «мягким» - стоимость найма и обучения людей, создания рынков и защитительных инструментов, например авторских прав и торговых марок, создания клиентской базы и т.п.



Оценочная стоимость сравнивается с ценой продавца или используется для определения цены и ведения переговоров.

2. Инвестиционный метод, или метод средней доходности. Этот метод чаще других используется для оценки приобретений компаний, осуществляющих международную деятельность. Он заключается в сопоставлении прогнозируемого среднего дохода с прогнозируемыми средними вложениями в проект. Требуемую прогнозную среднюю доходность иногда называют пороговой ставкой доходности, которая чаще всего представляет собой стоимость капитала для покупателя. Как уже отмечалось выше, ее модифицируют с учетом риска вхождения в бизнес. Пороговая ставка понижается для бизнеса, который более знаком покупателю.

3. Оценка на основе периода окупаемости. Это один из наиболее испытанных методов оценки приобретения. Он заимствован из сферы капитального бюджетирования и до сих пор используется в случаях приобретения оборудования и других основных средств. Существо этого метода в том, что компания по своему усмотрению может установить/период времени, через который инвестированный капитал должен быть возвращен, или «окуплен». Обычно при приобретении станка с компьютерным управлением или партии таких станков их цена плюс стоимость доставки, монтажа, обучения обслуживающего персонала и т.п. должны окупаться за 3-5 лет, иначе на капиталовложения никто не пойдет. Риски технологического устаревания, спада продаж, забастовок и других катастроф, принимаемые в расчет, сокращают период окупаемости, а ожидаемые положительные события удлиняют его.

4. Метод внутренней ставки дохода (IRR). Этот метод использовался для оценки международных инвестиций в течение очень долгого времени крупными компаниями, располагающими вычислительными ресурсами или большим штатом бухгалтеров. Некоторые продолжают применять его и сейчас. Смысл его в том, чтобы отыскать такую ставку дисконта, при которой

текущая стоимость будущих денежных потоков, приносимых инвестициями, равна стоимости инвестиций.

Если чистая текущая стоимость исходящих и входящих денежных потоков равна нулю, то ставка дисконта равна IRR. IRR считается приемлемой, когда она равна пороговой ставке доходности или превышает ее.

5. Метод рыночной стоимости. Этот метод, применявшийся первоначально при поглощении публичных компаний, требует поиска «аналогов» на открытых международных рынках, которые, как считается, являются «эффективными», т.е. такими, где вся информация об аналогах доступна и покупателям, и продавцам и используется для определения курсов их ценных бумаг. Метод используется и в наши дни и даже является обязательным в рамках процедуры «дью дилидженс» при приобретении контрольных пакетов акций публичных международных компаний.

Оценка по рыночной стоимости предполагает использование показателей отношения цены к доходу (P/E) публичных компаний для установления цены или диапазона цен.

Проблему сопоставимости чаще всего решить довольно трудно. Абсолютно сопоставимых международных компаний попросту не существует, оценщику приходится усреднять показатели по группе близких аналогов. Для некоторых продавцов этот метод опасен тем, что опытный покупатель может выбирать лучшие аналоги.

6. Метод дисконтированного денежного потока. Этот метод, называемый еще методом дисконтированной будущей прибыли, является единственно пригодным для оценки действующей компании. По своей сути он позволяет оценить чистую текущую стоимость будущих денежных потоков или прибылей путем дисконтирования с учетом риска

Процедура дью дилидженс. Основное назначение процедуры «дью дилидженс», или «должной проверки», в контексте слияний и поглощений - оценить выгоды и обязательства предполагаемого поглощения путем анализа

всех относящихся к делу аспектов прошлого, настоящего и прогнозируемого будущего приобретаемого бизнеса. Термин также используется в законодательстве о ценных бумагах для описания процедур контроля и анализа, обязательных для должностных лиц, директоров, андеррайтеров и иных лиц в связи с публичным размещением ценных бумаг.

Процедура «дью дилидженс» играет важнейшую роль в процессе слияния, поглощения или выкупа. Отсутствие должной проверки является здесь ведущей причиной плохих финансовых результатов в период после слияния и основной причиной судебных исков против должностных лиц и директоров

Она начинается с момента, когда покупатель впервые задумывается о проведении возможного поглощения. Покупатель начинает изучать информацию о компании, которая на тот момент времени доступна. По публичным компаниям такая информация обычно берется из различных официальных источников - от широко распространенных обзоров публикаций прессы о компании и отчетности, предоставляемой компанией в Комиссию по ценным бумагам и биржам, до меморандумов, подготавливаемых компанией или ее банкирами для потенциальных покупателей.

Начальная фаза «дью дилидженс» в действительности представляет собой процесс поиска, отслеживания, оценки и финансирования.

Покупатель обычно составляет мнение на основе как собственного опыта, так и опыта привлеченных консультантов и экспертов. Как минимум команда «дью дилидженс» включает финансовый, бухгалтерский и юридический персонал. В нее также могут входить экономисты, инженеры, эксперты по экологии и всевозможные другие специалисты.

Выбор метода объединения. Пожалуй, ни один из аспектов процесса слияния, поглощения или выкупа не является более важным, чем финансирование. Слияние не бывает бесплатным - чтобы купить компанию, нужны деньги, а их нужно откуда-то получить. В конечном счете все сделки

оплачиваются наличными, акциями и/или векселями, но конкретный вид этих трех основных способов расчета зависит от источника финансирования и решения множества вопросов.

Если сделка финансируется из собственных средств, то как именно: с использованием существующих акций, первоначального публичного предложения или частного размещения? Будет ли в сделке участвовать венчурная компания и если да, не захочет ли она контролировать будущие действия поглощаемой компании? Если сделка финансируется *денежными средствами*, будут ли они собственными или заемными? Если планируется заем, то кто его предоставит - коммерческий банк или менее традиционный кредитор, например коммерческая финансовая компания, лизинговая компания или компания по страхованию жизни? Сколько будет кредиторов и каковы условия кредитования? Не будут ли условия кредитных договоров или векселей излишне жестко регулировать платежи покупателя кредитору или продавцу?

Основное внимание должно быть уделено сделкам с высокой долей заемных средств с акцентом на выкупах «с рычагом», т.е. на превращении публичных компаний или их подразделений в частные с использованием заемных средств.

Очень многое зависит от того, как сформулированы соглашения между покупателями, продавцами и третьими сторонами (включая коммерческие банки и не только их), где каждая из сторон делает ставку на будущее. Изобретательность, умение вести переговоры и внимание к деталям - вот что определяет грань между успехом и неудачей.

Реализация объединения. При осуществлении слияний, поглощений и выкупов неизбежно приходится решать вопросы, связанные с компенсационными выплатами. Покупатель, естественно, старается уйти от каких-либо обещаний, поскольку ему нужна максимальная свобода действий при решении этих вопросов после слияния. Однако свобода маневра появляется у него редко, так как требования продавца, а также

законодательные положения заставляют его либо принять новые обязательства, либо подтвердить существующие. Продавцам обычно безразлична дальнейшая судьба руководства и персонала продаваемой компании, особенно если речь идет о выкупе менеджментом (МВО) или о компаниях с небольшим числом владельцев, где продавцами зачастую являются сами менеджеры. Там, где действуют программы участия персонала в прибылях или существуют профсоюзы, свое слово в отношении оплаты труда после слияния могут сказать и рядовые служащие.

Наиболее удобный момент для обсуждения вопроса об оплате труда - средняя фаза сделки, когда осуществляется процедура «дью дилидженс», а команда юристов готовит соглашение о поглощении.

Письмо о соглашении. Письмо о намерении - это составляемый до разработки контракта документ, в котором изложены договоренности сторон относительно проведения переговоров по контракту. Чаще всего письмо не налагает каких-либо обязательств на участников переговоров за исключением особых обстоятельств, но и в этом, случае круг таких обязательств предельно ограничен.

В письме о намерении закрепляются основные условия сделки, которые до этого являлись предметом устных переговоров между сторонами. В письме оговариваются предполагаемая структура международной сделки, цена и условия расчетов, условия передаваемых в уплату долговых обязательств или акций, а также другие важные особенности будущей сделки общего характера, в частности вопросы отражения в учете и налогообложения (например, будет ли это не подлежащая налогообложению реорганизация или облагаемая налогами сделка).

В письме о намерении оговариваются также предварительные условия совершения сделки, в том числе необходимость получения разрешения регулирующих органов и, что более важно, выполнение процедуры «дью дилидженс» заключение устраивающего обе стороны соглашения о поглощении.

Завершение сделки. Завершение сделки - это процесс подписания и передачи документации и, если необходимо, перевода средств. Обычно, если сделка не финансируется покупателем из внутренних источников, процесс включает в себя два основных элемента: завершение поглощения, или корпоративную часть, когда продавец и покупатель осуществляют слияние или передачу и поставку акций или активов в соответствии с соглашением о поглощении, и финансовую часть, когда один или несколько кредиторов или иные финансирующие стороны предоставляют покупателю как заемщику финансовые средства для поглощения в соответствии с кредитным соглашением или иными финансовыми документами. Часть этих средств переводится продавцу в счет стоимости покупки.

Иногда стороны хотят подписать и завершить корпоративную часть сделки одновременно. Это чаще всего происходит в случаях, когда покупатель финансирует сделку из внутренних источников, когда для завершения сделки не требуется одобрения правительственных органов или когда сделка должна быть завершена очень быстро после того, как стороны достигли первоначальной договоренности - например, чтобы воспользоваться преимуществами истекающего налогового закона или дать возможность продавцу вовремя получить средства от продажи, чтобы выполнить обязательства по погашению долга.

Если сделка очень сложная и требует одобрения правительственных органов или финансирования третьей стороны, то стороны, скорее всего, подпишут письмо о намерениях, проведут переговоры и заключат соглашение о трансграничном поглощении, а затем завершат сделку, когда будут выполнены «условия завершения» (часто это официально составленный документ) и станет доступным финансирование. Правительственные агентства могут потребовать, чтобы стороны заключили соглашение о поглощении, прежде чем будет рассматриваться их заявка на получение разрешения на сделку. Аналогичным образом кредиторы могут потребовать, чтобы условия сделки были утверждены до того, как они

выделят ресурсы для оценки этой сделки. В частности, они хотят знать, какие заявления и гарантии даны продавцом и какие средства защиты доступны покупателю, если продавец нарушит их.

Интеграция после слияния. Нужно приложить большие усилия, чтобы объединить две или большее число компаний после того, как они стали единой собственностью. Постслияние - это период после слияния (или иной сделки), который ведет к объединению двух компаний. Интеграция - это такое соединение элементов, в результате которого появляется единое целое.

Не все сделки завершаются интеграцией после того, как произошло слияние. Как уже упоминалось ранее, два основных вида поглощения: стратегическое и финансовое. Вероятнее всего, только стратегический покупатель сумеет интегрировать поглощенную компанию в самостоятельно действующее предприятие. Напротив, финансовый покупатель, скорее, оставит приобретенную международную компанию в покое, предоставив ей только капитал и руководство.

Полезно представлять себе слияние как локальное и глобальное объединение всех ресурсов, процессов и обязанностей покупающей и продающей компаний.

Касаясь ресурсов, следует сказать: существуют человеческие ресурсы на уровне совета директоров, менеджмента и обеспечивающих структур. Кроме того, покупателям придется рассмотреть вопрос интеграции финансовых, материальных и нематериальных ресурсов, в особенности деловой репутации, включая имя компании и марку продавца. Что касается методов, то покупатели и продавцы должны подумать над тем, как они могли бы интегрировать процессы, в том числе системы менеджмента, системы оплаты труда и стимулирования инноваций. Наконец, когда дело доходит до обязанностей, полезно расценивать их как налагаемые либо законом, либо этикой обязательства перед различными группами заинтересованных лиц, включая клиентов, поставщиков, акционеров, владельцев облигаций, работников и общественность.

Интеграция, затрагивающая всю организацию, осуществляющую внешнеэкономическую деятельность, способна оказать влияние на качество ресурсов, усиливая сильные стороны и компенсируя слабые, совершенствуя эффективность процессов через сокращение избыточности и обеспечивая выполнение обязательств через распространение их на всех организаторов бизнеса. В целом, интеграция способна создать у каждого члена недавно объединенной компании ощущение причастности к общей цели. Осознание ее может помочь работникам скорее пойти навстречу нововведениям, чем сопротивляться факту, что после слияния новая организация должна измениться. Здравый смысл и исследования в одинаковой мере доказывают: чтобы любые организационные изменения оказались успешными, реструктуризация не должна ограничиваться одним подразделением или каким-либо уровнем организации

Одновременно с проведением процедуры «дью дилидженс» следует выполнить стратегический анализ на предмет выявления существующих синергетических эффектов и возможности их использования.

В дополнение к этому руководители высшего звена покупающей компании (часто совместно с приобретаемой компанией) разрабатывают план интеграции.

План постслияния - это документ, четко очерчивающий, когда и как основные ресурсы, процессы и обязательства поглощающей и поглощаемой компаний будут объединены для достижения стратегических целей. В конечном итоге эту схему получают ключевые работники и (в измененном виде) другие заинтересованные стороны. Как и любые корпоративные документы, данный план подлежит проверке юристами.

Планы интеграции различаются во многом, в зависимости от сферы деятельности бизнеса и ситуации. Тем не менее, очевидно, что в плане постслияния должны присутствовать три элемента: цели новой компании, способ обеспечения интеграции ресурсов, систем и обязанностей и график интеграции.



Мировая практика показывает, что в большинстве случаев слияния и поглощения проводятся по взаимному согласию высшего управленческого персонала обеих компаний. Однако нередка и практика враждебных слияний и поглощений, когда руководящий состав компании-мишени не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мер. В этом случае организация, которая хотела бы приобрести заинтересовавшую ее компанию, обращается непосредственно к ее акционерам в обход руководящего состава.

### **3.3 Мировой опыт защиты от враждебных поглощений**

В мировой практике известна целая система противозахватных мер, которые применяют как менеджеры, так и акционеры в целях противостояния нежелательным сделкам. По своей природе все противозахватные мероприятия делятся на экономические и правовые. Возможна также их комбинация, когда экономическая мера усиливается правовой (и наоборот).

Основные виды защиты от нежелательного поглощения, по общему правилу, делятся на те, которые эффективны:

- a. до публичного объявления о намерении поглотить компанию-мишень;
- b. после подобного объявления.

Среди средств защиты компании от поглощения до публичного объявления о сделке можно выделить следующие меры, наиболее часто используемые на мировом рынке слияний и поглощений:

- a. внесение изменений в устав компании (противоакульи поправки куставу - shark repellents). Среди таких изменений выделяют следующие:
  - ротация совета директоров: совет делится на несколько частей, при этом каждый год избирается только одна часть;

-сверхбольшинство: утверждение сделки слияния сверхбольшинством акционеров;

-справедливая цена: ограничивает слияния акционерами, владеющими более чем определенной долей акций в обращении, если не платится справедливая цена (определяемая формулой или соответствующей процедурой оценки);

b. изменение места регистрации компании. Учитывая разницу в законодательстве отдельных регионов, выбирается то место для регистрации, где можно проще провести противозахватные поправки к уставу и облегчить себе судебную защиту;

c. ядовитая пилюля (poison pill). Подобные меры применяются компанией в целях уменьшения своей привлекательности для потенциального захватчика. Например, существующие акционеры наделяются правами, которые в случае покупки значительной доли акций захватчиком могут быть использованы для приобретения обыкновенных акций компании по низкой цене - обычно за половину рыночной цены;

d. выпуск акций с более высокими правами голоса. Распространение обыкновенных акций нового класса с более высокими правами голоса позволяет менеджерам компании-мишени получить большинство голосов без владения большей долей акций;

e. выкуп с использованием заемных средств - покупка компании или ее подразделения группой частных инвесторов с привлечением высокой доли заемных средств. Акции компании, которую выкупают таким способом, больше не продаются свободно на фондовом рынке. Если при выкупе компании группу инвесторов возглавляют ее менеджеры, такую сделку называют выкупом компании менеджерами.

Среди средств защиты компании от поглощения после публичного объявления о сделке отметим следующие:

a. защита Пэкмена (Pac-Man defense) - контрнападение на акции захватчика;

b. судебная тяжба. Возбуждается судебное разбирательство против захватчика за нарушение антимонопольного законодательства или законодательства о ценных бумагах;

c. слияние с белым рыцарем (white knight). В качестве варианта защиты от поглощения можно использовать вариант объединения с дружественной компанией, которую обычно называют белым рыцарем.

d. зеленая броня (greenmail). Некоторые компании делают группе инвесторов, угрожающей им захватом, предложение об обратном выкупе с премией, т. е. предложение о выкупе компанией своих акций по цене, превышающей рыночную (а также, как правило, цену, которую уплатила за эти акции данная группа);

e. заключение контрактов на управление. Компании заключают со своим управленческим персоналом контракты на управление, в которых предусматривается высокое вознаграждение за работу руководства. Это служит эффективным средством увеличения цены поглощаемой компании, так как стоимость золотых парашютов (golden parachutes) в этом случае существенно возрастает;

f. реструктуризация активов - покупка активов, которые не понравятся захватчику или создадут антимонопольные проблемы;

g. реструктуризация обязательств - выпуск акций для дружественной третьей стороны или увеличение числа акционеров, выкуп акций с премией у существующих акционеров.

Средства защиты от враждебных поглощений, перечисленные выше, - это лишь часть применяемых в мировой практике. Среди иных можно также отметить следующие:

a. макаронная оборона (macaroni defense). Компания-мишень выпускает на большую сумму облигации, которые по условию выпуска должны быть погашены досрочно по более высокой цене в случае поглощения компании. Следовательно, стоимость погашения облигаций возрастает, когда над

компанией нависает угроза поглощения (подобно тому, как макароны разбухают во время варки), делая поглощение чрезмерно дорогим;

b. политика выжженной земли (scorched-earth policy). Метод, используемый компанией-мишенью для того, чтобы сделаться менее привлекательной для покупателя. Например, она может согласиться на продажу наиболее привлекательных частей своего бизнеса, называемых драгоценностями короны (crown jewels), или назначить выплату всех задолженностей немедленно после слияния компаний;

c. белая броня (whitemail). Компания-мишень продает большое число своих акций дружественной компании по цене ниже рыночной. Это ставит потенциального захватчика в положение, когда он должен будет купить примерно столько же акций, но по вздутой цене, чтобы захватить контроль над компанией. Этот метод помогает нынешнему руководству компании сохранять свое положение;

d. белый кавалер (white squire) - брокер, приобретающий меньше акций, чем в контрольном пакете компании.

### **Вопросы для обсуждения**

1. Государственное регулирование процессов трансграничных слияний и поглощений.
2. Законодательство о слияниях и поглощениях.
3. Недостатки современной законодательной базы.
4. Стратегическое планирование международных слияний и поглощений.
5. Интеграция после слияния.
6. Методы защиты от враждебных поглощений до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения.
7. Разделенный совет директоров.
8. Контракты на управление.
9. Реструктуризация активов.

## **Контрольные вопросы**

1. Каким образом государство должно регулировать сделки по слиянию и поглощению
2. Какие законодательные акты регулируют слияния и поглощения?
3. Почему необходимо стратегически планировать сделки по трансграничным слияниям и поглощениям?
4. Что такое интеграция после слияния?
5. Какими способами предприятие может обеспечить себе безопасность от поглощений?

## **Задания для самостоятельной работы**

1. Охарактеризуйте способы совершенствования трансграничных слияний и поглощений.
2. Опишите недостатки современной законодательной базы по слияниям и поглощениям.
3. Перечислите и охарактеризуйте способы совершенствования законодательной базы по слияниям и поглощениям.
4. Определите роль планирования сделок по трансграничному слиянию и поглощению в общей системе стратегического планирования.
5. Проведите сравнительный анализ методов защиты от поглощений до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения.
6. Приведите пример защиты от поглощения, после того как тендерное предложение уже было сделано.
7. Охарактеризуйте способы совершенствования методов защиты от поглощений.

## **Глава 4. Оценка акций при трансграничных слияниях и поглощениях**

### **4.1 Цели и задачи оценки стоимости акций компаний**

В рыночной экономике процедуры слияния и поглощения компаний являются важными методами реализации стратегии роста направленной на максимизацию стоимости бизнеса.

Опрос руководителей крупнейших компаний мира, проводившийся в 2015 году выявил, что почти половина руководителей (47%) заявила о том, что их компания провела или планирует в ближайшие 12 месяцев провести сделку по слиянию и поглощению. Интерес к этим сделкам, в основном, связан с возможностью выхода на новые рынки (65%). Возможность расширения ассортимента продукции интересует 10% опрошенных руководителей, построения вертикально интегрированной компании – 8% и устранения конкурентов – 4%.

Осуществляя трансграничные сделки слияния и поглощения, руководители и собственники компаний преследуют следующие цели:

- расширение сферы работы компаний путем приобретения контроля над конкурентами, дистрибьюторами или поставщиками;
- выход на новые рынки сбыта и усиление конкурентных преимуществ предприятия на рынке;
- устранение конкурентов и усиление позиций предприятия в отрасли;
- рост стоимости бизнеса;
- рост благосостояния акционеров и др.

При трансграничных слияниях и поглощениях на рыночную стоимость акций компаний оказывают влияние факторы внутренней среды работы (финансовая стабильность, рост объемов производства, дивидендная политика) и факторы внешней среды работы компаний.

К внешним факторам, оказывающим влияние на уровень цен акций компании, относятся:

- состояние экономики,
- состояние фондового рынка (рынка акций),
- количество аналогичных компаний, акции которых котируются на фондовом рынке,
- уровень корпоративного дохода,
- банковские процентные ставки и др.

Для принятия обоснованного инвестиционного решения при покупке-продаже компании необходимо оценить активы предприятия и их долю, приходящуюся на приобретаемый пакет акций, а также будущие доходы бизнеса и предполагаемый риск. Оценка стоимости акций необходима для того, чтобы помочь инвестору принять обоснованное решение об инвестировании.

Реорганизационные операции, такие как, слияние или поглощение предполагают проведение рыночной оценки участвующих акционерных обществ, так как необходимо оценить синергетический эффект от данных реорганизационных процедур, определить цену покупки или выкупа акций, коэффициент конвертации акций.

Реорганизационные преобразования направлены на увеличение рыночной стоимости бизнеса, однако, они требуют и извлечения финансовых ресурсов из повседневного оборота компании. Поэтому, при планировании слияний и поглощений необходимо спрогнозировать денежный поток к акционерам в виде дивидендов, довести до сведения акционеров: как изменится стоимость акций после проведения реструктуризации, какова будет дивидендная политика предприятия на период изменений и в будущем. Непредоставление таких сведений может привести к тому, что акционеры, боясь кардинальных изменений в результате слияний или поглощений компаний, будут избавляться от акций.

При принятии решения о трансграничном слиянии или поглощении перед руководством компании возникает ряд задач, связанных с оценкой акций:

1. Выбрать форму оплаты. Поглощающая компания А может оплатить приобретение компании В (его акций):
  - 1) денежными средствами;
  - 2) своими акциями, выпущенными дополнительно к ранее размещенным акциям.

Форма оплаты зависит от договоренности между компаниями, а также от возможности поглощающей компании высвободить из оборота средства для осуществления сделки.

2. Определить максимально допустимую цену покупаемой (поглощаемой) компании, осуществляющей внешнеэкономическую деятельность, и реальную цену сделки.
3. Рассчитать количество акций, которое поглощающая компания должно выпустить, чтобы предложить акционерам поглощаемой компании в обмен на их акции.
4. Обосновать коэффициент конвертации акций при слиянии и присоединении. *Конвертация* - это выпуск акций взамен ранее размещенных, при этом регистрируется новый выпуск акций с другими свойствами, а акции предыдущего выпуска гасятся (уничтожаются).

#### **4.2. Определение максимально допустимой цены поглощаемой компании и реальной цены сделки**

Готовясь к трансграничному слиянию и поглощению компаний, перед руководством возникает вопрос цены предстоящей сделки. Для того, чтобы правильно определить максимальную цену покупки компании, необходимо рассчитать эффект от слияния (поглощения) и затраты, связанные с реализацией такого проекта.



Эффект от слияния или поглощения:

$$\Xi = V_{A+B} - (V_A + V_B), \quad (1)$$

где  $V_{A+B}$  - рыночная стоимость объединенной международной компании, с учетом синергетического эффекта;

$V_A$  - рыночная стоимость компании А, рассчитанная с использованием доходного, затратного и сравнительного подходов к оценке

$V_B$  - рыночная стоимость компании В, рассчитанная с использованием доходного, затратного и сравнительного подходов к оценке.

Затраты, связанные с реализацией такого проекта:

$$З = P_B - V_B, \quad (2)$$

где:  $P_B$  — цена поглощаемой компании В,

$V_B$  - рыночная стоимость поглощаемой компании В.

Приравнивая эффект к затратам, получаем формулу максимально допустимой цены покупки компании В:

$$P_B \max = V_{A+B} - V_A, \quad (3)$$

где  $P_B \max$  - максимально допустимая цена покупки компании В.

Реальная цена сделки должна быть меньше максимально допустимой цены покупки компании.

### **Пример**

Рыночная стоимость компании А 35 усл.ед., компании В 15 усл.ед. Объединение финансовых ресурсов компаний позволит более полно использовать производственные мощности и расширить рынки сбыта. По предварительным подсчетам стоимость объединенных компаний с учетом эффекта синергии составит 58 усл.ед.

Определите максимально допустимую цену покупки компании В.

Решение.

$$V_A = 35 \text{ усл.ед.}, V_B = 15 \text{ усл.ед.}, V_{A+B} = 58 \text{ усл.ед.},$$

Используя формулу, мы получим:

$$P_B \text{ max} = 58 - 35 = 23 \text{ усл.ед.}$$

Реальная цена сделки должна быть меньше 23 усл.ед.

### **4.3 Расчет дополнительного выпуска акций при сделке международного поглощения**

Если поглощающая компания А планирует приобретение компании В своими акциями, необходимо определить размер дополнительного выпуска акций. Максимальное количество акций, которое поглощающая компания А должно выпустить, чтобы предложить акционерам поглощаемой компании В в обмен на их акции, определяется по формуле:

$$\frac{\Delta N_A}{N_A + \Delta N_A} * V_{A+B} = P_B \text{ max}, \quad (4)$$

где,  $\Delta N_A$  - максимальное количество акций, которое поглощающая компания А должно выпустить, чтобы предложить акционерам поглощаемой компании В в обмен на их акции;

$N_A$  - количество акций у компании А,

$V_{A+B}$  - стоимость объединенных компаний,

$P_B \text{ max}$  - максимально допустимая цена покупки компании В.

Чтобы акционеры компании А получили в результате поглощения компании В эффект синергии, компания А должна выпустить свои акции для обмена их на акции поглощаемой компании в количестве ниже максимального дополнительного числа акций.

## Пример

Рыночная стоимость компании А 25 усл.ед., компании В 14 усл.ед..  
Руководство планирует сделку вертикальной интеграции в результате которой стоимость объединенных компаний с учетом эффекта синергии составит 45 усл.ед.. Предприятия А имеет 1000000 акций, предприятия В - 2 000 000 акций.

Определите максимальное количество акций, которое компания А (поглощающая) должна выпустить, чтобы предложить акционерам поглощаемой компании В для обмена на их акции.

Решение.

$N_A = 1\,000\,000$  акций,  $N_B = 2\,000\,000$  акций,  $V_{A+B} = 45$  усл.ед..

Максимально допустимая цена покупки предприятия В:

$$P_B \max = 45 - 25 = 20 \text{ усл.ед..}$$

Подставляем известные данные в формулу максимального количества акций для обмена:

$$\frac{\Delta N_A}{1000000 + \Delta N_A} * 45000000 = 20000000$$

Исходя из формулы получим  $\Delta N_A = 800\,000$  акций.

Таким образом, чтобы акционеры компании А получили в результате поглощения компании В часть эффекта синергии, компания А должно заплатить за В денежными средствами сумму, которая ниже 20 усл.ед., или выпустить свои акции в количестве ниже 800 000 акций — для обмена их на акции поглощаемой компании.

Определим коэффициент конвертации:

$$2\,000\,000 : 800\,000 = 2,5$$

Коэффициент конвертации в этом случае должен быть больше чем 1:2,5, т.е. одна акция компании А должна обменивается больше чем на 2,5 акции компании В.

Окончательное решение о коэффициенте конвертации акций определяется распределением синергетического эффекта от присоединения между акционерами обеих компаний.

#### **4.4 Обоснование коэффициента конвертации акций при трансграничном слиянии и присоединении**

Компании, участвующие в трансграничном слиянии или поглощении, заключают договор о слиянии (поглощении), в котором определяются порядок и условия слияния (поглощения), а также порядок конвертации акций. При слиянии компаний акции каждого общества конвертируются в акции нового общества (рисунок 1). В случае присоединения предприятия происходит конвертация акций присоединяемого общества в акции присоединяющего (рисунок 2).

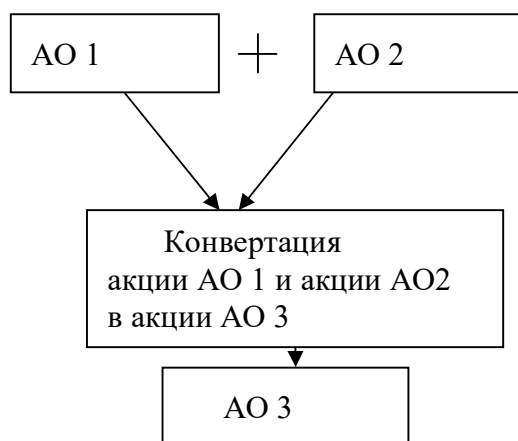


Рис. 1. Схема конвертации акций при международном слиянии компаний

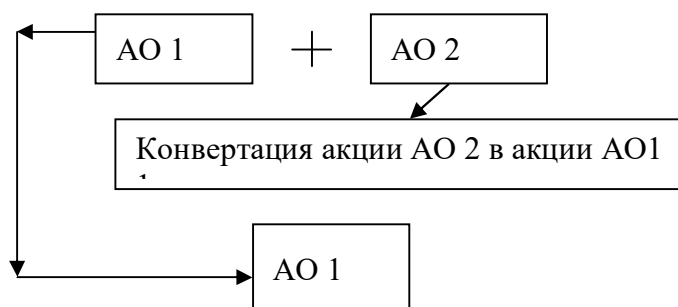


Рис.2. Схема конвертации акций при международном поглощении

Организационно-правовое обеспечение перехода на единую акцию:

- План-график мероприятий по реорганизации присоединяющей и присоединяемой компании и переходе на единую акцию.
- Определение порядка и условий размещения акций присоединяющей компании.
- Разработка проекта договора о присоединении.
- Обоснование порядка и условий реорганизации в форме присоединения.
- Подготовка уведомлений, опросных листов, бюллетеней и протоколов собраний органов управления всех организаций.
- Подготовка проектов изменений в уставе присоединяющей компании (положения об объявленных акциях, о правопреемстве, об увеличении уставного капитала), проекты изменений в уставах присоединяемых организаций по результатам выкупа акций по требованию акционеров.
- Подготовка решения о выпуске проспекта эмиссии и отчета об итогах размещения акций присоединяющей компании.
- Подготовка ходатайства в антимонопольный комитет на получение согласия на присоединение.

Решение о коэффициенте конвертации акций определяется распределением синергетического эффекта от присоединения (слияния) между акционерами обеих компаний.

Сделка о слиянии или поглощении будет добровольной, если собственники каждой компании в результате ее осуществления получат дополнительную выгоду. В случае если поглощаемая сторона не согласна с предстоящей сделкой, такое поглощение считается враждебным.

Для обоснования коэффициента конвертации акций при трансграничном присоединении организации В к компании А необходимо:

- рассчитать дополнительную эмиссию акций,
- рассчитать капитал акционеров каждой компании до присоединения и после присоединения,
- оценить эффект который получают акционеры от сделки,
- выбрать из имеющихся вариантов конвертации, тот, который в наибольшей степени удовлетворяет интересам акционеров компании.

Рассмотрим это на примере.

### **Пример**

Компания А планирует сделку поглощения организации В. Необходимо определить и обосновать коэффициент конвертации акций при присоединении компании В к компании А, если известно, что в результате присоединения, компания сможет выйти на новые сегменты рынка, что позволит увеличить прибыль на 10%. (см. таблица 1).

Таблица 1

## Исходные данные по предприятиям, усл.уд.

Показатель	Компания А	Компания В
Уставный капитал	200 000	10 000
Число акций	100	1000
Номинальная стоимость акции	2000	10
Чистые активы	2 000 000	250 000
Прибыль на акцию	2500	500

## Решение.

1. Определим стоимость акции методом чистых активов и методом капитализации каждой компании до сделки, рассчитаем средневзвешенную стоимость акции. Определим капитал акционеров каждой компании до сделки. Результаты сведем в таблицу 2.

Таблица 2.

## Расчет капитала акционеров каждой компании до сделки, усл.уд.

Показатель	Компания А	Компания В
Стоимость акции, рассчитанная методом чистых активов	$2\,000\,000:100 = 20\,000$	$250\,000:1000 = 250$
Стоимость акции, рассчитанная методом капитализации (ставка 15%)	$2500 : 0,15 = 16\,666$	$500 : 0,15 = 3333$
Средневзвешенная расчетная стоимость акции (вес каждого метода одинаков)	18 333	1792
Капитал акционеров каждого предприятия до присоединения	$18\,333 * 100 = 1\,833\,300$	$1792 * 10 = 17\,920$

Для обоснования коэффициента конвертации акций при присоединении компании В к компании А рассчитаем дополнительную эмиссию акций, капитал акционеров после присоединения, оценим эффект после присоединения.

Вариант 1.

Присоединение будет происходить путем конвертации акций компании В в акции компании А с коэффициентом конвертации 1:100, т.е. 1 акция компании А = 100 акциям компании В.

В этом, случае потребуется дополнительная эмиссия акций А объемом  $1000/100=10$  акций (для конвертации акций В в А).

Расчетные данные после дополнительной эмиссии и конвертации акций представлены в таблице 3.

Таблица 3.

Данные после дополнительной эмиссии и конвертации акций, усл.ед.

Показатель	Новая компания, после присоединения	
	Компания А	Компания В
Число акций после сделки	110	
Уставный капитал новой компании	$200\ 000+10\ 000=210\ 000$	
Чистые активы новой компании	2 250 000	
Стоимость акции рассчитанная методом чистых активов новой компании	$2\ 250\ 000 : 110 = 20\ 455$	
Стоимость акции, рассчитанная методом капитализации (ставка 15%), при условии, что прибыль выросла на 10%	$3000 * 1,1 : 0,15 = 22\ 000$	
Средневзвешенная расчетная стоимость акции (вес каждого метода одинаков)	21 227	
Капитал акционеров после присоединения	$100 * 21\ 227= 2\ 122\ 700$	$10 * 21\ 227 = 212\ 270$



## Вариант 2.

Присоединение будет происходить путем конвертации акций компании В в акции компании А с коэффициентом конвертации 1:200, т.е. 1 акция компании А = 200 акциям компании В.

В этом, случае потребуется дополнительная эмиссия акций А объемом  $1000/200=5$  акций (для конвертации акций В в акции А).

Расчетные данные после дополнительной эмиссии и конвертации акций представлены в таблице 4.

Таблица 4

### Данные после дополнительной эмиссии и конвертации акций

Показатель	Новая компания, после присоединения	
Число акций после сделки	105	
Уставный капитал новой компании	210 000	
Чистые активы новой компании	2 250 000	
Стоимость акции рассчитанная методом чистых активов нового предприятия	$2\,250\,000 : 105 = 21\,429$	
Стоимость акции, рассчитанная методом капитализации (ставка 15%), при условии, что прибыль выросла на 10%	$3000 * 1,1 : 0,15 = 22000$	
Средневзвешенная расчетная стоимость акции (вес каждого метода одинаков)	21715	
	Компания А	Компания В
Капитал акционеров после присоединения	$100 * 21715 = 2\,171\,500$	$5 * 21715 = 108\,575$

Сделка выгодна для акционеров при первом и втором вариантах, однако во втором варианте эффект, который получают акционеры поглощающей компании А больше, и он сможет быстрее компенсировать затраты, связанные с реализацией программы поглощения.

## Вопросы

1. В каких случаях необходимо проводить оценку акций предприятия?
2. Что показывает балансовая стоимость акции?
3. Чем отличается номинальная цена акции от цены размещения акции на рынке?
4. Как называется цена, по которой акция продается на рынке? Какие факторы оказывают на нее влияние?
5. Что такое консолидация акций, какова цель ее проведения?
6. Что такое уставный капитал? Назовите причины изменения величины уставного капитала предприятия.
7. На основании изучения Гражданского кодекса РФ и ФЗ «Об акционерных обществах» расскажите о способах реструктуризации уставного капитала предприятия.
8. Назовите способы увеличения и уменьшения уставного капитала?
9. В чем заключается процедура дробления акций?
10. Какие существуют подходы и методы определения расчетной рыночной стоимости акции?
11. Как учесть риски при оценке акций?
12. В чем заключается эффект синергии при трансграничном слиянии и поглощении?
13. Когда проводится конвертация акций? В чем заключается данная процедура?
14. Как определить максимально допустимую цену покупаемого (поглощаемого) предприятия, осуществляющего внешнеэкономическую деятельность?
15. Чем отличается процедура конвертации акций при слиянии предприятий от процедуры конвертации акций при поглощении?
16. Какие фондовые индексы Вы знаете? Что они показывают?

## Задачи

**Задача 1.** Рыночная стоимость компании А 40 усл.ед., компании В 14 усл.ед. Стоимость объединенных компаний с учетом эффекта синергии = 80 усл.ед. Компания А имеет 2 000 000 акций, компания В - 1 000 000 акций. Определите максимальное количество акций, которое компания А (поглощающая) должна выпустить, чтобы предложить акционерам компании В в обмен на их акции, общее количество акций объединенной компании, максимально допустимую цену покупки компании В.

**Задача 2.** Компания А имеет 2 000 акций, компания В - 800 акций. Рыночная стоимость компании А 10 усл.ед., компании В 6 усл.ед.. Стоимость объединенных компаний с учетом эффекта синергии = 20 усл.ед.. Определите максимально допустимую цену покупки компании В, максимальное количество акций, которое компания А должна выпустить, чтобы предложить акционерам компании В в обмен на их акции, общее количество акций объединенной компании.

**Задача 3.** Каким должно быть обоснованное соотношение обмена акциями при слиянии предприятия А с предприятием В, если рыночная стоимость предприятия А равна 100 усл.ед., а рыночная стоимость одной ликвидной акции предприятия В составляет 20 усл.ед.. Общее количество акций предприятия В 1 млн. штук.

**Задача 4.** Компания А – присоединяющая, компания В – присоединяемая.

Исходные данные представлены в таблице. Определите:

- Стоимость акции каждой компании методом чистых активов до присоединения и после присоединения,
- Стоимость акции каждой компании методом капитализации (к-т 10%) до присоединения и после присоединения,
- Средневзвешенную расчетную стоимость акции (вес каждого метода одинаков) до присоединения и после присоединения,
- Капитал акционеров каждой компании до присоединения,

- Дополнительную эмиссию акций,
- Капитал акционеров после присоединения.
- Оценить эффект от присоединения компании В к компании А.
- Определите коэффициент конвертации акций при присоединении компании В к компании А.

Таблица .

Исходные данные по компаниям, усл.ед.

<b>Показатель</b>	<b>Компания А</b>	<b>Компания В</b>
Уставный капитал	500 000	10 000
Число акций	1000	100
Номинальная стоимость акции	500	100
Чистые активы	2 000 000	300 000
Чистая годовая прибыль	2500	500

## Глава 5 Эффективность трансграничных слияний и поглощений

### 5.1 Подходы к оценке эффективности реструктуризации

Эффективными являются только те варианты преобразования предприятия, которые способствуют достижению целей трансграничных слияний и поглощений. Выбор стратегии и методов ее реализации должен быть подтвержден расчетом показателей эффективности.

Для оценки эффективности могут применяться следующие прогнозные показатели:

- динамика чистой прибыли;
- динамика роста продаж;
- рентабельность активов и собственного капитала;
- чистая прибыль в расчете на одну акцию.

В основе расчета каждого из этих показателей лежит **прогнозирование будущего денежного потока** компании. В широком смысле денежный поток включает все операции, которые отражаются на денежном счете компании. Квалифицированное управление денежным потоком необходимо для правильной оценки инвестиционных вложений.

При планировании процедур трансграничных слияний и поглощений руководитель компании должен построить структуру операций таким образом, чтобы постоянно усиливать те из них, которые приносят наибольший денежный поток. Необходимо также своевременно выявлять те пассивы, которые требуют от компании наибольшего количества денежных платежей в ближайшем будущем. Постоянный контроль денежного потока важен для отношений компании с кредитными учреждениями, налоговыми органами и фондовой биржей. В обобщенном виде формирование денежного потока компании представлено в таблице 5.

## Формирование денежного потока

Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг	
минус	Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг
Валовая прибыль	
минус	Коммерческие расходы
минус	Управленческие расходы
Итого	Прибыль (убыток) от продаж
плюс	Проценты к получению
минус	Проценты к уплате
плюс	Доходы от участия в др. организациях
плюс	Прочие операционные доходы
минус	Прочие операционные расходы
плюс	Внереализационные доходы
минус	Внереализационные расходы
Итого прибыль (убыток) до налогообложения.	
минус	Налог на прибыль и иные аналогичные обязательные платежи
плюс	Чрезвычайные доходы
минус	Чрезвычайные расходы
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода	
плюс /минус	прирост (уменьшение) инвестиций
плюс /минус	прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности
Денежный поток	

Денежный поток компании складывается из следующих потоков:

- денежного потока от производственной деятельности (основной деятельности),
- инвестиционной деятельности,
- финансовой деятельности компании.

Денежные потоки от операционной деятельности включают поступления и платежи денег, связанные с основной деятельностью компании. В поступления денежных средств от международной операционной деятельности, прежде всего, следует включать продажи с немедленной оплатой или на основе предоплаты. Отток денежных средств от международной операционной деятельности включает оплату или предоплату сырья, материалов или товаров для дальнейшей перепродажи, погашение кредиторской задолженности, оплату аренды, страховки рекламы, а также выплату заработной платы.

Денежные потоки от финансовой деятельности включают выплату дивидендов, поступление или отток средств от эмиссии или выкупа собственных акций, возврат долгов, получение кредитов.

Денежные потоки от инвестиционной деятельности включают выплаты на приобретения бизнеса, производственных активов, выплаты на приобретение акций, поступления от продажи дочернего предприятия, имущества, поступления от продажи долга другому юридическому лицу.

### *Пример*

Формирование денежного потока от производственной, инвестиционной и финансовой деятельности ОАО «Аква» за 2017 год представлен в таблице 6.

Таблица 6

Формирование денежного потока от производственной, инвестиционной и финансовой деятельности ОАО «Аква».

<b>Вид денежного потока</b>	<b>Усл. ед.</b>
Поступления от продаж	1 000 000
Издержки	500 000
Налоги (платежи в бюджет)	100 000
<b>Денежный поток от производственной деятельности</b>	<b>400 000</b>

Затраты на приобретение активов	1 516 000
1. приобретение основных средств	1000 000
2. приобретение технологического оборудования	500 000
3. таможенные расходы	10 000
4. расходы по проектным разработкам	5 000
5. расходы на монтаж	1 000
Поступления от реализации активов	860 000
1. продажа транспортных средств	40 000
2. продажа оборудования	20 000
3. продажа зданий и подсобных помещений	800 000
<b>Денежный поток от инвестиционной деятельности</b>	<b>-656 000</b>
выплаты на приобретения бизнеса	-656 000
<b>Денежный поток от финансовой деятельности</b>	<b>275 000</b>
<b>Сальдо потока от производственной, инвестиционной и финансовой деятельности</b>	<b>19 000</b>

В качестве базового при расчете эффективности международных сделок применяется **метод дисконтирования денежных потоков**, так как он является единственным, позволяющим учитывать будущие изменения в денежных потоках компаний при проведении преобразований. Метод дисконтирования денежных потоков предполагает преобразование будущих доходов компаний в текущую стоимость.

При оценке эффективности реструктуризации методом дисконтирования денежного потока необходимо:

1. Определить длительность прогнозного периода.
2. Провести анализ доходов с подготовкой их прогноза.
3. Провести анализ расходов с подготовкой их прогноза.
4. Провести анализ инвестиций в компанию для проведение преобразований и подготовить прогноз по инвестициям.
5. Рассчитать денежный поток для каждого года. Денежный поток может быть рассчитан как для собственного капитала, а также для всего инвестированного капитала (собственного и



заемного). При его расчете могут учитываться текущие цены, а также цены с учетом инфляции.

6. Определить соответствующую ставку дисконта, основываясь на анализе риска международного инвестирования, а также, риска, связанного с получением ожидаемого будущего денежного потока. Наиболее распространенными методами расчета ставки дисконта являются: модель оценки капитальных активов CAPM, метод кумулятивного построения, модель средневзвешенной стоимости капитала.
7. Рассчитать суммарную текущую стоимость будущих денежных потоков компаний.

Формула для расчета денежного потока:

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+i)^t}, \quad (4)$$

где: NPV – чистая дисконтированная стоимость проекта,

$I_0$  – дополнительные инвестиции в компанию в момент времени 0 на проведение слияния или поглощения,

$FCF_t$  — чистый денежный поток, генерируемый бизнесом, в момент времени  $t$ ;

$i$  — ставка дисконтирования, в момент времени  $t$ ,

$n$  – количество прогнозных периодов (лет).

Согласно теории финансового менеджмента:

- при  $NPV=0$ , компания просто окупает проект по слиянию или поглощению,
- при  $NPV>0$ , проект по слиянию или поглощению успешный, достойный внедрения,
- при  $NPV<0$ , проект по слиянию или поглощению убыточен.

Широкое распространение получил подход оценки эффективности преобразований на основе расчета стоимостного разрыва текущей стоимости будущих денежных потоков:

*Стоимостной разрыв – это разрыв между прогнозными значениями текущей стоимостью будущих денежных потоков при проведении реструктуризации и текущей стоимостью будущих денежных потоков без ее проведения.*

Исходя из определения, стоимостной разрыв текущей стоимости будущих денежных потоков рассчитывается по следующей формуле:

$$\Delta FCF = \sum_{t=1}^n FCFt_p - \sum_{t=1}^n FCFt, \quad (5)$$

где,  $FCFt_p$  - текущая стоимость будущих денежных потоков компании при проведении трансграничного слияния или поглощения с другой компанией,

$FCFt$  - текущая стоимость будущих денежных потоков без проведения трансграничного слияния или поглощения,

$t$  – год, индекс текущего периода,

$n$  – количество прогнозных периодов (лет).

В рамках предлагаемого метода для определения стоимостного разрыва необходимо рассчитать прогнозную текущую стоимость будущих денежных потоков:

- при работе компании по традиционной методике развития;
- при проведении трансграничного слияния или поглощения с другой компанией.

Если при сравнении текущей стоимости будущих денежных потоков компании при проведении трансграничного слияния или поглощения и текущей стоимости будущих денежных потоков без его проведения, стоимостной разрыв получен, данная стратегия и выбранные методы ее

реализации рекомендуются к внедрению. Если нет, следует отказаться от ее внедрения или пересмотреть перечень методов ее реализации.

Для определения стоимостного разрыва необходимо правильно определить источники создания добавочной стоимости. Источники увеличения стоимости формируют определенную выгоду для реструктуризируемого предприятия.

Добавочная стоимость при слияниях и поглощениях формируется за счет:

- получения дополнительной прибыли (PN),
- экономии издержек (EE).

Исходя из этого, формула стоимостного разрыва текущей стоимости будущих денежных потоков имеет вид:

$$\Delta FCF = \left( \sum_{n=1}^t PN_n + \sum_{n=1}^t EE_n - I \right) \times r, \quad (6)$$

Где, PN – дополнительная прибыль от слияния или поглощения компаний,

EE - экономия издержек при проведении реструктуризации,

n – источник создания дополнительной прибыли (экономии издержек),

t – количество источников создания дополнительной прибыли (экономии издержек),

I – дополнительные инвестиции на слияние или поглощение компаний,

r – коэффициент текущей стоимости.

Например, при выборе руководителем предприятия стратегии международного слияния при определении стоимостного разрыва необходимо обращать внимание на следующие источники получения добавленной стоимости:

$$\Delta FCF = (PN1 + PN2 + PN3 + PN4 + PN5) + (EE1 + EE2 + EE3) - I;$$

где, PN1 – рост объемов доходов в связи с увеличением объемов производства,

PN2 – рост объемов доходов при увеличении объемов сбыта за счет выхода на новые сегменты покупателей,

PN3 – рост объемов доходов за счет роста клиентской базы путем географического расширения,

PN4 – рост объемов доходов за счет расширения ассортимента,

PN5 – рост объемов доходов за счет увеличения выпуска рентабельной продукции,

PN6 – рост объемов доходов за счет новой маркетинговой политики (например, рекламы в новых источниках информации, нового рекламного ролика),

EE1 – экономия за счет применения ресурсосберегающих технологий,

EE2 – экономия за счет роста эффективности использования имеющихся ресурсов,

EE3 – экономия за счет устранения неэффективного управления (например, сокращения дублирующих функций),

I – дополнительные инвестиции на слияние.

Составление подобных моделей добавочной стоимости позволяет при планировании по необходимости проводить факторный анализ показателей прироста стоимости.

В условиях повышенной неопределенности, характерной для современного этапа рыночной экономики, прогнозирование потоков доходов требует особенно тщательного учета *уровня рисков*. Учет и оценку рисков рекомендуется проводить с помощью следующих способов:

- во-первых, расчетом денежного потока на многовариантной основе,
- во-вторых, учетом возможных уровней рисков в ставке дисконтирования.

Использование для оценки эффективности международных сделок слияния или поглощения методов дисконтирования денежного потока и стоимостного разрыва текущей стоимости будущих денежных потоков, поможет руководителю грамотно подойти к составлению плана проведения радикальных преобразований.

## 5.2. Оценка сделок трансграничных слияний и поглощений

Для определения эффективности международных сделок по слиянию и поглощению компаний необходимо:

1. Оценить рыночную стоимость бизнеса и акционерного капитала каждой из компаний до сделки.
2. Рассчитать рыночную стоимость бизнеса и акционерного капитала объединенной международной компании после сделки по слиянию или поглощению, учитывая возможные риски.
3. Определить эффект синергии от трансграничного слияния или поглощения.

*Эффект синергии* достигается, когда целое больше, чем просто сумма составляющих его частей.

*Эффект синергии* при слияниях или поглощениях компаний достигается когда:

1. стоимость двух объединенных компаний больше, чем сумма стоимостей каждой отдельно взятой компании:

$$V(A + B) > V(A) + V(B), \quad (7)$$

Где,  $V$  - рыночная стоимость компаний А и В.

2. капитал акционеров каждой компании после присоединения больше чем до присоединения.

Традиционно при оценке рыночной стоимости бизнеса используют три подхода:

- доходный,
- сравнительный,
- затратный.

**Доходный подход** основан на определении рыночной стоимости бизнеса и акционерного капитала путем прогнозирования будущих денежных потоков (денежного потока, генерируемого бизнесом в целом и остаточного денежного потока к акционерам в виде дивидендов) и их приведении к настоящему моменту времени. Расчет денежного потока к акционерам в виде дивидендов обусловлен тем, что одной из главных задач стратегии роста является максимизация благосостояния акционеров. В узком смысле данная задача заключается в том, чтобы добиваться максимально высокой стоимости обыкновенных акций предприятия, особенно в том случае, если они котируются на рынке.

В общем виде формула определения рыночной стоимости международного бизнеса методом дисконтирования денежных потоков имеет вид:

$$V\delta = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+i)^t}, \quad (8)$$

где:  $V\delta$  – рыночная стоимость международного бизнеса;

$FCF_t$  — чистый денежный поток, генерируемый бизнесом, в момент времени  $t$ ;

$i$  — ставка дисконтирования, в момент времени  $t$ .

Для оценки остаточной рыночной стоимости стабильных компаний используется формула Гордона:

$$V\delta = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_{(t+1)}}{(i-g)}, \quad (9)$$

где:  $V_b$  – рыночная стоимость международного бизнеса,  
 $FCF_t$  — чистый денежный поток за первый год постпрогнозного периода;

$i$  — ставка дисконтирования, в момент времени  $t$ ,

$g$  – ожидаемый темп роста денежного потока.

Модель Гордона основывается на том, что годовой доход послепрогнозного периода капитализируется в показатель стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста.

Рыночная стоимость акционерного капитала определяется по формуле:

$$Va = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}; \quad (10)$$

где:  $FCFE$  — чистый денежный поток «к акционерам», в момент времени  $t$ ;

$k$  — требуемая инвесторами доходность вложений в акции компании.

Последнее время, в связи с ростом в отечественной и зарубежной практике операций по слияниям и поглощениям, становится особо популярным в оценочной деятельности сравнительный подход. **Сравнительный подход** состоит в выборе объекта, аналогичного оцениваемой международной компании, сборе данных о ее стоимости и корректировке этой стоимости с помощью системы коэффициентов, отражающих различия между оцениваемым объектом и объектом-аналогом.

В основе сравнительного подхода лежит принцип замещения, согласно которому рациональный инвестор не заплатит за данный объект больше, чем стоимость доступного к покупке аналогичного объекта, обладающего такой же полезностью, что и данный объект. Поэтому цена продажи аналогичных объектов служит исходной информацией для расчета рыночной стоимости данного предприятия.

Расчеты методами, использующими сравнительный подход, осуществляются по следующим этапам.

Этап 1. Изучение соответствующего международного рынка и сбор информации о недавних сделках с аналогичными компаниями на рынке. Точность расчетов в значительной мере зависит от количества и качества собранной информации.

Этап 2. Проверка информации. Необходимо убедиться, что цены не искажены какими-либо чрезвычайными обстоятельствами, сопутствовавшими состоявшимся сделкам. Проверяется также достоверность информации о дате сделки и характеристиках аналогичных объектов.

Этап 3. Сравнение оцениваемого объекта с каждым из аналогичных объектов, выявление отличий по дате продажи, технологическим характеристикам, местоположению, финансовому состоянию и т. д. Все различия должны быть зафиксированы и учтены.

Этап 4. Расчет стоимости международного бизнеса путем корректировки цен на аналогичные объекты. В той мере, в какой оцениваемый объект отличается от аналогичного, в цену последнего вносят поправки с тем, чтобы определить, по какой цене мог быть продан объект, если бы обладал теми же характеристиками, что и оцениваемый объект.

**Затратный подход** заключается в поэлементной оценке рыночной стоимости активов и обязательств каждого из компаний.

Сравнительный и затратный подходы не учитывают перспектив, которые откроются перед предприятиями после проведения реорганизации, но они показывают какими достоинствами и недостатками обладают компании, планирующие сделку о слиянии или поглощении в данный момент времени по сравнению с аналогичными объектами вложений.

Результаты расчетов рыночной стоимости бизнеса и акционерного капитала с помощью выше изложенных подходов к оценке, взвешенные разными способами, позволяют получить интегральную оценку стоимости



бизнеса и акционерного капитала. Определение удельного веса каждого метода зависит от таких факторов, как:

- характер международного бизнеса и его активов,
- цель оценки,
- количество и качество данных, подкрепляющих каждый метод.

Рассчитав текущую рыночную стоимость бизнеса и акционерного капитала каждой компании, а также рыночную стоимость бизнеса и акционерного капитала после сделки, необходимо оценить эффект от слияния и поглощения.

### **5.3 Расчет эффекта синергии**

Теория синергии исходит из того, что причиной слияний и поглощений является синергетический эффект, т.е. в результате слияния совокупный доход станет больше, чем сумма доходов отдельно существующих компаний.

Существуют следующие возможные направления, по которым может быть получен синергетический эффект при трансграничном слиянии и поглощении компаний:

- экономия от снижения издержек на конкурентную борьбу;
- экономия за счет контроля за сырьем;
- экономия за счет контроля за сбытом готовой продукции на международных рынках;
- экономия на операционных издержках, которая в себя включает:
  - сокращение условно-постоянных расходов административного и иного аналогичного характера;
  - экономию на научно-исследовательских и опытно-конструкторских разработках;
  - экономию на рекламе.

- доход от комбинирования взаимодополняющих факторов, в том числе от:
  - объединения финансовых ресурсов;
  - более полного использования имеющихся производственных мощностей;
  - увеличения сегмента рынка.
- уменьшение всевозможных рисков;
- доход от положительной оценки рынком намерений предстоящей сделки и др.

Для того чтобы оценить влияние трансграничного слияния или поглощения на денежные потоки объединенной компании, необходимо предварительно выяснить в какой форме и когда проявится синергия.

Оценка эффекта синергии производится в следующей последовательности:

- 1) Независимая раздельная оценка рыночной стоимости каждой компании, участвующего в международном поглощении или слиянии.
- 2) Оценка стоимости объединенной компании без учета синергии как результат простого сложения стоимостей компаний.
- 3) Оценка рыночной стоимости объединенной компании с учетом синергетического эффекта.
- 4) Оценка стоимости синергии как разницы между рыночной стоимостью объединенной компании с учетом эффекта синергии и без учета такового.

Экономически эффективными оказываются только те варианты трансграничных слияний и поглощений, которые обеспечивают прирост рыночной стоимости объединенной компании по сравнению с суммой стоимостей отдельно взятых компаний и способствуют росту благосостояния акционеров каждой компании.

### **Пример**

Компания А планирует сделку слияния с компанией В. В результате слияния снижение издержек через объединение дублирующих операций составит 5%. Оценить эффект синергии сделки. Исходные данные по предприятиям представлены в таблице 7.

Таблица 7

*Исходные данные, усл.ед.*

<b>Показатели</b>	<b>Компания А</b>	<b>Компания В</b>
Доходы, усл.ед.	100 000	70 000
Операционные расходы, усл.ед.	80 000	40 000
Прибыль, усл.ед.	20 000	30 000
Ожидаемый рост прибыли	5%	4%
Ставка дисконтирования	10%	10%

*Стоимость компаний рассчитываем по формуле Гордона:*

*Стоимость компании А*

$$V_A = (20\,000 * 1,05) / (0,1 - 0,05) = 420\,000 \text{ усл.ед.}$$

*Стоимость компании В*

$$V_B = (30\,000 * 1,04) / (0,1 - 0,04) = 520\,000 \text{ усл.ед.}$$

*Стоимость объединенной компании без синергии*

$$V_A + V_B = 940\,000 \text{ усл.ед.}$$

*В следующей таблице показан расчет стоимости объединенной компании с учетом синергетического эффекта и без него.*

Расчет показателей объединенной компании.

<i>Показатели</i>	<i>Без синергии</i>	<i>С учетом синергии</i>
<i>Доходы</i>	<i>170 000</i>	<i>170 000</i>
<i>Операционные расходы</i>	<i>120 000</i>	<i>114 000</i>
<i>Прибыль</i>	<i>50 000</i>	<i>56 000</i>
<i>Ожидаемый рост прибыли*</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,5%</i>
<i>Ставка дисконтирования</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>
<i>Стоимость компании**</i>	<i>940 000</i>	<i>1 064 000</i>
<i>Стоимость синергии***</i>		<i>124 000</i>

\* Ожидаемый рост прибыли рассчитывается как средневзвешенный

$$5 \frac{525000}{1045000} + 4 \frac{520000}{1045000} = 4,5$$

\*\* Стоимость объединенной компании с учетом синергии:

$$V_{A+B} = (56\,000 * 1,045) / (0,1 - 0,045) = 1\,064\,000 \text{ усл.ед.}$$

\*\*\* Стоимость синергии составляет:

$$1\,064\,000 - 940\,000 = 124\,000 \text{ усл.ед.}$$

Слияние компании А с компанией В экономически эффективно, так как прирост рыночной стоимости объединенной компании по сравнению с суммой стоимостей отдельно взятых компаний (стоимость синергии) составляет 124000 усл.ед.

## Контрольные вопросы и задания

### Вопросы

1. На основании, какие показатели можно судить об эффективности проведения международных сделок слияния и поглощения компаний?
2. Каковы составляющие формирования денежного потока компании?
3. Для чего денежный поток нуждается в дисконтировании?
4. В чем отличие оценки рыночной стоимости международного бизнеса и рыночной стоимости акционерного капитала?
5. Как при прогнозировании денежного потока учесть риски, связанные с проведением слияний или поглощений?
6. Что такое «инфляция», «темпы инфляции»?
7. В чем заключается кумулятивный метод расчета ставки дисконтирования?
8. Какие подходы к оценке рыночной стоимости международного бизнеса и рыночной стоимости акционерного капитала вы знаете?
9. Что такое эффект синергии?
10. Назовите источники получения синергетического эффекта при трансграничных слияниях и поглощениях (при вертикальной интеграции, при горизонтальной интеграции и при диверсификации бизнеса).
11. Как провести оценку синергетического эффекта?
17. Расскажите об определении расчетной рыночной стоимости акции с помощью доходного подхода к оценке?
18. В чем сущность затратного подхода к оценке?
19. Как провести оценку рыночной стоимости акции с помощью сравнительного подхода?
20. В чем отличие метода «сделок» от метода «компании аналога» при оценке акций?

21. Какие премии и скидки при оценке пакета акций должен учитывать оценщик?

### Задания

#### Задание 1.

Оценить эффект синергии от слияния компании А с компанией В.

Исходные данные по компаниям представлены в таблице.

Таблица .

#### Исходные данные по компаниям

Показатели	Компания А	Компания В
Доходы	10 000	5000
Операционные расходы	8000	3400
Ожидаемый рост прибыли в будущем году (без процедуры слияния)	4%	6%
Ставка дисконтирования	9%	9%

В результате слияния эффект синергии проявится в следующем:

1 вариант- операционные расходы снизятся с 76% до 60% дохода.

2 вариант- рост прибыли компаний при объединении на 10%.

#### **Индивидуальная работа по теме: «Методы защиты от поглощений»**

Задание: составить отчет по методу защиты от враждебных поглощений.

Отчет должен содержать следующие разделы:

1. Метод защиты от враждебного поглощения.
2. Описание механизма защиты от враждебного поглощения.
4. Достоинства метода защиты от враждебного поглощения.
5. Недостатки метода защиты от враждебного поглощения.

6. Адаптация метода защиты от враждебного поглощения в российских условиях.

7. Предложения по совершенствованию данного метода для отечественных предприятий.

Отчет предоставляется на 5-7 страницах машинописного текста.

Варианты (методы защиты от враждебных поглощений):

1. «Отпугивание акул» (Shark repellants): Разделенный совет директоров (Staggered Board).

2. «Отпугивание акул»: Условие супербольшинства (Supermajority).

3. «Отпугивание акул»: Условие справедливой цены (Fair Price).

4. «Ядовитые пилюли» (Poison Pills).

5. «Золотые, серебряные, оловянные парашюты» (контракты на управление).

6. Использование различных схем участия работников в капитале компании.

7. Рекапитализация высшего класса (Dual class recapitalization).

8. Защита реестра от несанкционированного доступа.

9. Санкционированные привилегированные акции (Authorization of preferred stock).

10. Сокращение в кумулятивном голосовании (Reduction in cumulative voting).

11. Изменение места регистрации корпорации (reincorporation).

12. Ограничение отмены поправок в уставе (lock-in amendment).

13. Выкуп с использованием заемных средств.

14. Создание стратегической сети (Strategic Stakes).

15. Сохранение в составе компании регулируемого бизнеса.

16. Защита ПэкМена (PacMan defence).

17. «Обратная» интеграционная операция.

18. Тяжба (Litigation).

19. Конкуренция доверенностей (proxy fight).

20. Слияние с «белым рыцарем» (White knight).

21. «Белый сквайр» (White squire).
22. Соглашение о «непоглощении» (Standstill agreement).
23. Включение покупателя в финансово-технологическую цепочку.
24. Предложение о выкупе/Обратный выкуп с премией (Repurchase offer/Premium buy-backs/Greenmail).
25. Реструктуризация активов.
26. Реструктуризация обязательств.
27. PR-защита.



### **Задания для семинарских и практических занятий:**

1. Для чего нужны в корпоративном управлении процессы слияний и поглощений? Возможно ли обойтись без них?
2. Какие стадии включает в себя процесс слияния или поглощения?
3. Какие проблемы могут возникать в процессе слияний и поглощений?
4. Спрогнозируйте юридические, финансовые, кадровые проблемы.
5. Кто должен заниматься планированием и реализацией стратегии слияний и поглощений в корпоративном управлении?
6. Можно ли оценить эффективность слияний и поглощений? Какими способами лучше пользоваться?
7. Есть ли специфика слияний и поглощений в РФ?
8. Есть ли спекуляция на рынке слияний и поглощений?
9. Каким способом можно уберечься от поглощения для компании?
10. Какие ваши рекомендации по совершенствованию способов слияний и поглощений.
11. Изучите теории слияний: синергетическую теорию слияний; теорию агентских издержек свободных потоков денежных средств; теорию гордыни.
12. Дискуссионный вопрос: применимость классических теорий слияний и поглощений для анализа операций на рынке корпоративного контроля в конце 20 – начале 21 века, сравнительный анализ развитых рынков и России.
13. Изучите способы объединения при поглощениях: слияние, поглощение, MBO, LBO. Дискуссионный вопрос: проблемы применения зарубежных методов объединения при слияниях и поглощениях.
14. С какой целью классифицируют мотивы объединения компаний? Имеет ли значение цель поглощения?
15. Враждебное поглощение – это исключение неэффективных собственников или грубое перераспределение капитала.
16. Перечислите условия применения горизонтальных, вертикальных и конгломератных слияний.

17. Дискуссионный вопрос: достоверность количественной оценки при слияниях и поглощениях для отечественных предприятий.
18. Дискуссионный вопрос: адаптация методов защиты от поглощений для предприятий РФ.
19. Дискуссионный вопрос: причины преобладания недобросовестных слияний.
20. Дискуссионный вопрос: выбор целесообразной формы объединения
21. Сделать прогноз на основе математического моделирования по основным статистическим данным (источник <http://mergers.ru/>). Совместить качественный и количественный анализ.
22. Провести исследование корреляционно-регрессионного анализа на базе соотнесения основных показателей по слиянию и поглощению и объемом ВРП и Индексом экономического роста. Сделать прогноз по данной зависимости (источник <http://mergers.ru/>, [www.gks.ru/](http://www.gks.ru/), [www.tatstat.ru/](http://www.tatstat.ru/)).
23. Провести анализ конкретной сделки по Си П на базе данных <http://mergers.ru/rusrinok/> по следующим параметрам: какая цель сделки, какой тип объединения, какой характер оплаты, необходимость данного объединения, эффективность объединения (количественные показатели – прибыль, рыночная стоимость, доля рынка)
24. Ознакомится с нормативной базой Си П <http://mergers.ru/rusrinok/>
25. Ознакомиться со статьями в интернете особенно на сайте <http://www.cfin.ru/search.zhtml?q=слияния+и+поглощения> по следующим направлениям: проблемы слияний и поглощений в РФ, риски слияний и поглощений в РФ, рекомендации экспертов по слияниям и поглощениям в РФ, прогнозы по слияниям и поглощениям в РФ. И подготовить доклад по конкретной теме.
26. Провести оценку предприятия на базе конкретного предприятия (источник – отчетность предприятия на его сайте) тремя методами: доходным, затратным, сравнительным (метод аналога).

27. Провести анализ компаний, занимающихся покупкой и продажей предприятий.

28. Построить алгоритм покупки предприятия (можно пользоваться законодательством).

### **Список литературы:**

1. Борисов Ю.Д. Рейдерские захваты. Узаконенный разбой. – СПб.: Питер, 2016. – 224с.
2. Гарретт Саттон Как купить и продать бизнес / Г. Саттон – Минск: Попурри, 2015. – 368с.
3. Гранди Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес / Т. Гранди ; [пер. с англ.]. – М.: Эксмо, 2014. – 240 с.
4. Динз Грейм К победе через слияние. Как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу / Грейм Динз, Фриц Крюгер, Стефан Зайзель; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2014. – 252 с.
5. Журнал «Слияния и поглощения» [www.ma-journal.ru](http://www.ma-journal.ru)
6. Зайнуллина М.Р. Оценка экономической эффективности горизонтальной интеграции предприятий: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / М. Р. Зайнуллина – Казань, 2016.-С.88-110.
7. Игнатишин Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. – СПб.: Питер, 2015. – С.114-145.
8. Ионцев М.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. – 2 –е изд., перераб. и доп. – М.: Ось-89, 2015. – 224с.
9. Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе/ А. Радыгин // <http://www.antax.ru/doc/articles.htm>.
10. Рид Стэнли Фостер Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2017.

- 11.Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М: Финансы и статистика, 2017.
- 12.Рудык Н. Б. Методы защиты от враждебного поглощения / Н. Б. Рудык. – М.:Дело, 2016.
- 13.Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. – М: Финансы и статистика, 2017.- С.357-420.
- 14.Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов: учеб.-практич. пособие. – М.: Дело, 2015. – 224 с.
- 15.Harvard Buisiness Review. Слияния и поглощения - М.: Альпина Бизнес Букс, 2017.
- 16.Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях /Ч.Эванс; пер. с англ./ Фрэнк, М. Бишоп Дэвид. – М.:Альпина Паблицер, 2017.

Учебное издание

Скотников Александр Евгеньевич  
Рычихина Наталья Сергеевна

Трансграничные слияния и поглощения

Учебное пособие

Редактор В.Л. Родичева

ФГБОУ ВО «Ивановский государственный химико-технологический  
университет»

153000, г. Иваново, Шереметевский пр., 7